

TECHNIQUE DES EMPRUNTS

DE LA

VILLE DE PARIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 3 Juin 1938, à 13 h. 30.

PAR

JEAN GOUBERT

Diplômé de l'École libre des Sciences Politiques.

Président : M. ALLIX, professeur.

Assesseurs { *MM. OUALID, professeur.*
HAMEL, professeur.

PARIS

LIBRAIRIE TECHNIQUE ET ÉCONOMIQUE

3, RUE SOUFFLOT, 3

1938

TECHNIQUE DES EMPRUNTS

DE LA

VILLE DE PARIS

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

TECHNIQUE DES EMPRUNTS

DE LA

VILLE DE PARIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 3 Juin 1938, à 13 h. 30.

PAR

JEAN GOUBERT

Diplômé de l'École libre des Sciences Politiques.

Président : M. ALLIX, professeur.

Assesseeurs { *MM. OUALID, professeur.*
HAMEL, professeur.

PARIS

LIBRAIRIE TECHNIQUE ET ÉCONOMIQUE

3, RUE SOUFFLOT, 3

1938



TECHNIQUE

DES

EMPRUNTS DE LA VILLE DE PARIS

INTRODUCTION

LES DIVERS MODES DE RÉALISATION DES EMPRUNTS DE LA VILLE DE PARIS

La politique financière moderne de la Ville de Paris, ainsi d'ailleurs que celle de l'État, a été caractérisée jusqu'ici par la fréquence des appels à l'emprunt. Est-ce un bien, est-ce un mal ? Les temps sont bien révolus où l'on pouvait discuter gravement de ce sujet : l'emprunt a pris sa place, à côté de l'impôt, comme mode de financement de dépenses publiques. Ce n'est pas à dire que cette place ne lui ait été marchandée ; tout au contraire, de grandes résistances ont été opposées par les autorités détentrices des pouvoirs de tutelle financière qui, ne voulant pas que l'emprunt devienne par sa renaissance quasi annuelle un élément d'équilibre budgétaire, ont maintes fois rappelé le Conseil et l'Administration de la Ville de Paris à une plus stricte observance de ce qu'il est convenu d'appeler les règles de l'orthodoxie financière, comme si ces règles elles-mêmes ne devaient pas participer de l'évolution de l'Économie.

Et cependant, s'il était besoin de justifier la pratique

de l'emprunt, combien ne serait-il pas facile de le faire. Dès la cessation des hostilités, la Ville a dû consacrer des sommes énormes à l'exécution de travaux d'entretien qui n'avaient pu être entrepris pendant la guerre ; et dans le même temps où la concentration de la population parisienne posait le problème du logement, de l'approvisionnement et de l'alimentation en eau, l'intensification de la circulation d'une part, la cession des fortifications à la Ville et la destruction des îlots insalubres d'autre part, ont été le point de départ d'immenses travaux tout à fait comparables, par la profondeur des modifications apportées à certains quartiers de la Ville, aux travaux d'Haussmann, si même ils ne les surpassent pas de très loin.

Pour faire face à ces dépenses, la Ville ne disposait que du produit des centimes additionnels aux vieilles contributions directes et du produit de l'exploitation de ses services industriels. Comment dès lors ne pas recourir à l'emprunt ?

Puis, en conséquence de la crise économique, et alors que les ressources budgétaires fléchissaient, de nouvelles charges ont grevé le budget municipal : chômage, secours d'assistance, déficit de plusieurs services concédés. Malgré une politique d'économies sévères, les emprunts d'équilibre ont fait leur apparition. En outre la Ville a dû financer un programme de grands travaux contre le chômage et c'est encore à l'emprunt que les Pouvoirs publics l'ont invitée à recourir.

Ce ne sont là que de très faibles aperçus des nécessités financières de cette époque ; mais cela suffit à montrer l'importance du rôle que joue l'emprunt dans de telles circonstances.

Mais ce n'est pas tout, pour résoudre le problème financier, que de décider le recours à l'emprunt ; encore faut-il faire affluer les fonds dans les meilleures conditions possibles : le problème technique ainsi posé est celui de la réalisation des emprunts.

* * *

On distingue traditionnellement deux modes de réalisation des emprunts : les traités de gré à gré et l'émission publique.

L'origine des traités de gré à gré est dans les contrats de prêts qui pouvaient être passés entre les souverains et des banquiers ou financiers. On peut rencontrer encore cette forme d'emprunt sur le plan local : une petite commune s'adressera volontiers à quelques-uns de ses administrés pour réaliser un emprunt de peu d'importance.

Les traités de gré à gré conclus par la Ville de Paris sont d'une forme plus évoluée. La Ville ne s'adresse pas à des particuliers, banquiers ou financiers, mais à des organismes publics qui gèrent de grosses masses de fonds et qui ont la faculté de pouvoir accorder des prêts aux communes. Il s'agit particulièrement de ces fonds dont la Caisse des Dépôts et Consignations assure la gestion : fonds de travail des assurances sociales, fonds de la Caisse d'Epargne, de la Caisse Nationale des Retraites pour la Vieillesse, de la Caisse Nationale d'Assurances en cas de décès, etc... Divers organismes privés ayant des sommes disponibles sont éventuellement prêteurs : notamment le Crédit Foncier de France, les Caisses de retraites, les Compagnies d'assurances, etc...

Les traités de gré à gré n'entraînent pas création de

titres¹ : ils consistent en des contrats par lesquels un prêteur donne des fonds à un taux déterminé et pour un temps donné. Au point de vue prêteur, un tel contrat résout le problème de l'emploi des disponibilités. Cet emploi pourrait consister normalement en rachats en bourse. Mais ces rachats sont onéreux, et ne permettent pas de forts placements. De grosses opérations de rachat de 50 titres de 1.000 francs par exemple à chacune des 20 bourses mensuelles, se traduit par l'emploi de un million : dans l'année il est possible d'employer tout au plus 10 à 12 millions, le résultat est maigre pour des caisses disposant de centaines de millions.

Le traité de gré à gré au contraire leur permet d'employer ces vastes disponibilités immédiatement sans avoir à surveiller les cours de bourse. L'intérêt demandé est plus faible ; les prestations sont simplifiées : l'emprunteur fait les échéances. Une seule complication réside dans le remboursement anticipé : ordinairement on le prévoit dans le contrat pour une chute perceptible du taux de l'intérêt, de 0,50 p. 100 ou de 1 p. 100.

Au point de vue de l'emprunteur, les avantages de ce procédé semblent sans contre-partie : sûreté et rapidité de l'opération ; simplicité des prestations et, théoriquement du moins, suppression ou limitation des intermédiaires et des commissions. Toutefois, ces appels de fonds sont forcément limités : les disponibilités sont rapidement épuisées et il peut s'écouler plusieurs mois avant qu'il soit possible d'envisager de nouveaux traités.

1. Le cas de la Caisse Nationale d'Épargne ou de certaines Compagnies d'Assurances est tout à fait particulier. Leurs statuts les obligeant à n'employer leurs disponibilités qu'en titres négociables en Bourse, il est nécessaire de créer des titres d'obligations en exécution d'un traité de gré à gré.

Pour les gros emprunts, il faut donc s'adresser au marché financier, et faire appel à l'émission publique.

L'émission publique s'oppose au traité de gré à gré en ce qu'au lieu d'intéresser un seul prêteur ou un petit groupe de prêteurs, elle intéresse le public sans aucune exclusivité. L'émission implique la création, jusqu'à concurrence du montant de l'emprunt, d'un certain nombre de titres de valeur déterminée. Ainsi une émission d'un montant de 900 millions de francs emporte création de 900.000 titres de 1.000 francs. Ces titres sont autant de reconnaissances de dette de l'émetteur ; ils ont le caractère de créance mobilière, ils sont négociables selon les procédés appliqués dans les bourses des valeurs, procédés plus simples que les règles de cession de créance édictées par le Code civil (art. 1690). Ces titres sont essentiellement mouvants ; l'emprunteur n'est pas lié indéfiniment avec le même créancier alors que le traité lie les mêmes personnes jusqu'à son exécution complète.

Les modalités d'émission sont assez différentes selon que l'emprunteur en négocie le montant aux banques ou qu'il s'adresse directement au public.

La négociation en banque fut surtout employée par l'État pour classer les premiers emprunts de la Restauration, et fit place assez rapidement à l'adjudication aux maisons de banque. L'opération consistait à vendre les titres au banquier à un prix déterminé — ou au meilleur prix offert dans le système de l'adjudication — le banquier faisant son affaire du classement de l'emprunt. En d'autres termes, il achetait en gros des titres qu'il revendait au détail.

L'inconvénient du système était de placer l'État sous

la dépendance des financiers : les premiers emprunts de la Restauration furent cédés à des taux très bas : de 52 à 67 francs. L'adjudication permit de relever le prix d'émission, mais elle laissait encore des bénéfices appréciables aux banquiers. Ceux-ci d'ailleurs couraient un certain risque. Toutefois, on sait que l'État a dû relever de ses engagements la maison Rotschild qui, par suite des circonstances, n'avait pu s'acquitter de ses obligations lors du classement de l'emprunt du 10 novembre 1849.

Dans ces conditions le désir d'échapper aux conditions si onéreuses ne pouvait que s'affirmer : les collectivités firent elles-mêmes appel directement au public. Elles ont alors le choix entre deux formes principales selon qu'elles entendent ou non se passer des services des banques.

Le premier procédé dit « du robinet » consiste en la vente des titres de l'emprunt à guichets ouverts, jusqu'à l'obtention des sommes suffisantes. Ce procédé a été employé avec succès par les Compagnies de Chemins de fer. La Ville en a fait usage pour ses premiers emprunts du Métropolitain (1894-1896).

Les avantages que l'on accorde à ce procédé sont l'apparente simplicité et l'apparente économie résultant de la suppression des intermédiaires ; le classement immédiat de l'emprunt ; la faculté de pouvoir emprunter à mesure des besoins ou aux conditions les plus avantageuses ¹. Par contre, les difficultés sont d'assurer le succès de l'emprunt, c'est-à-dire de placer la totalité de l'emprunt et au juste prix. Même après un bon départ, la

1. Voir Auguste Lévy. Étude sur les Emprunts de la Ville de Paris. (*Thèse Paris*, 1896, p. 105.)

couverture est soumise à bien des aléas. La durée de souscription pouvant être assez longue, le crédit peut se trouver ébranlé par des contingences extérieures que l'emprunteur ne saurait prévoir lui-même. D'autre part, une collectivité publique — sauf cependant la Ville de Paris ou le Département de la Seine — est mal placée pour apprécier les conditions du marché qui est centralisé à Paris, et pour déterminer en connaissance de cause soit le taux d'intérêt, soit le prix d'émission. Il est préférable, pour commettre le minimum d'erreur en ce domaine de s'entourer des conseils des gens de métier et, par voie d'extension, de collaborer avec eux. Cette forme de collaboration des banques et de l'émetteur est réalisée dans l'autre mode de l'appel au public : la souscription publique.

Il convient de noter que ce terme de « Souscription publique » n'est pas heureux. Il y a toujours souscription publique dès qu'il y a émission de titres, mais le rôle respectif de l'emprunteur et de la banque varie selon les circonstances. L'emprunteur n'ouvre pas de souscription lorsqu'il négocie les titres ou adjuge son emprunt aux banques : ce sont ces dernières qui s'en chargent. A l'inverse, les banques sont éloignées de l'opération lorsque l'émetteur vend ses titres à ses propres guichets, mais elles peuvent réapparaître pour collaborer au succès de l'emprunt en recevant les souscriptions à leurs guichets, ouverts concurremment avec les guichets propres de l'émetteur.

Cette intervention, surtout en raison du rôle moderne de la banque, permet de réunir des sommes beaucoup plus importantes, aussi les collectivités l'ont-elles acceptée depuis le Second Empire. Toutefois les critiques n'ont pas manqué là non plus, et le point particulièrement

discuté est celui de la rémunération des banques, que certains esprits ont jugé excessive.

Pour limiter le montant des commissions, on a repris l'idée de faire appel à la concurrence afin d'adjuger l'emprunt aux établissements dont les offres seraient les plus intéressantes. L'essai de ce système a été effectué non par la Ville de Paris, mais par la Société du Gaz lors de l'émission de l'emprunt de 300 millions en 1923 : l'expérience en a été malheureuse. Un bref exposé de cette opération permettra de dégager rapidement les raisons de cet échec.

L'obligation de recourir à la concurrence des établissements de banque résultait de la loi d'autorisation du 27 juillet 1923 : le 23 octobre, 18 établissements étaient conviés à soumissionner en vue de la réalisation de l'emprunt : le 6 novembre *deux* soumissions étaient déposées ; elles furent examinées par le Conseil d'Administration de la Société du Gaz, l'une émanait de la Société Centrale des Banques de Province, l'autre d'un consortium des sept principaux établissements qui, en raison des difficultés de la réalisation de l'emprunt à cette époque de troubles monétaires, avaient jugé nécessaire de coordonner leurs efforts.

L'opération fut confiée à la S. C. B. P. dont les conditions se trouvaient être les plus avantageuses. La souscription fut ouverte le 17 décembre 1923 ; le 19 janvier 1924 l'émission dut être suspendue.

Une première constatation s'impose : entre le moment où les établissements financiers procédaient à l'étude de la question, et la date de réalisation de l'emprunt, il s'était écoulé près de deux mois, et cela à une époque où les variations monétaires apportaient une agitation

continue sur le marché financier. En fait, une brusque tension des changes se produisit au début de 1924, qui accentua l'échec de l'émission.

On peut observer que cette expérience a été effectuée dans des circonstances assez défavorables, mais c'est précisément dans l'étude des « cas limite » qu'apparaissent mieux les vices d'un système. L'enseignement premier à tirer de l'opération est que le facteur principal conditionnant le succès de l'adjudication est la stabilité des cours de la bourse des valeurs. Cela est d'ailleurs tellement évident que le Groupe des banques — dont les conditions étaient plus onéreuses que celles de la S. C. B. P. — avait bien pris soin de subordonner ses offres au « statu quo » du marché. Or, même en période normale, le marché des valeurs est infiniment plus impressionnable que tout autre. Une telle variabilité se prête donc très mal à une procédure d'adjudication très ouverte : il n'est pas inutile de souligner que si les prix des denrées ou des matériaux de construction présentaient une instabilité semblable, il serait impossible de passer des adjudications pour marchés de travaux ou de fournitures.

Le second enseignement qui se dégage de cet essai est que la concurrence ne saurait jouer en la matière. Il est significatif que la Société du Gaz ne se soit trouvée en présence que de deux offres seulement. Les principaux établissements ont immédiatement formé une entente entre eux et c'est un groupe des banques qui a formulé une proposition collective.

On se plaint parfois de ce que l'entente préalable entre entrepreneurs ne vienne fausser les résultats des adjudications de travaux publics et l'Administration s'ingénie, dans les cahiers des charges, à limiter les inconvénients

qui peuvent en résulter. Mais, combien cette entente est plus facile ici, du fait que la concentration bancaire est bien plus poussée que la concentration industrielle. Et les conséquences psychologiques d'une telle entente sont plus graves encore. En dehors des difficultés monétaires du moment, l'établissement dissident devait s'attendre à rencontrer d'autres difficultés pour mener à bien son opération.

Il devait craindre des établissements évincés, non une hostilité mais tout au moins une attitude plus réservée à l'endroit de l'émission. Mais ce n'est pas là le plus grave, les établissements ayant pratiqué le « fair play » en l'occurrence. Le plus grave a été l'abstention, plus ou moins manifeste, des correspondants de la S. C. B. P. qui sont également des clients de grosses banques. Ces petits établissements de province ont pu avoir des craintes à propos d'une affaire à laquelle les grandes banques n'étaient pas intéressées, et bien que cette crainte n'ait pas été fondée, elle n'a pas moins contribué par son effet psychologique à l'insuccès de l'émission.

Profitant de cette expérience, la Ville de Paris ne s'est pas détournée du procédé de la souscription publique. L'objet de cette étude est d'exposer le mécanisme des émissions des emprunts de la Ville de Paris, d'examiner comment se posent dans la pratique les difficultés relatives à l'exécution d'une telle opération et comment la technique a apporté des solutions dont le succès prouve l'excellence, mais qui sont parfois en opposition avec certains principes directeurs énoncés par la Doctrine.

L'émission d'un emprunt doit faire l'objet d'une préparation minutieuse, dont les divers points seront exposés dans une première partie ; les mécanismes de l'émission

seront étudiés dans la deuxième partie ; la troisième partie sera consacrée aux opérations diverses qui suivent l'émission proprement dite. Il sera possible de dégager alors quel est le rôle des banques et la nature de leur intervention : ce sera l'objet de la conclusion.

Toutefois, avant d'aborder le sujet lui-même, il convient de fixer le cadre légal dans lequel l'Administration doit se mouvoir, la Ville de Paris, étant soumise dans ce domaine comme en tant d'autres, à un régime financier spécial.

* * *

Jusqu'à ces dernières années, les dispositions réglant cette matière étaient contenues dans la loi fondamentale du 24 juillet 1867, dont l'article 17 stipulait « qu'aucun emprunt ne peut être contracté par les villes de Paris et de Lyon sans qu'elles y soient autorisées par une loi ».

Ainsi donc, seules de toutes les communes de France, ces deux villes devaient mettre en mouvement l'appareil législatif pour procéder à l'émission d'un emprunt. Si une telle complication était supportable dans les périodes où le recours à l'emprunt était relativement rare, elle devenait une gêne considérable dès que, sous l'empire de nécessités impérieuses le recours à l'emprunt devenait plus fréquent.

Aussi la première brèche a-t-elle été apportée au système pendant la guerre mondiale : ce fut la loi du 16 septembre 1916 concernant les obligations à court terme, suivie de la loi du 29 septembre 1919 relative à l'émission des emprunts municipaux et départementaux à l'étranger. Ces deux lois faisaient dépendre l'autorisation du Conseil d'État. La loi du 13 août 1926 applique

le régime de la loi municipale du 5 avril 1884 à la Ville de Paris, régime qui fut modifié dans un sens décentralisateur par un décret-loi du 5 novembre 1926. Enfin la loi de finances du 27 décembre 1927 accentua le mouvement de décentralisation en étendant le champ d'application de la loi de 1884 aux emprunts à lots, sous certaines conditions.

Ainsi qu'il ressort de ce rapide exposé de l'évolution accomplie récemment, la procédure d'autorisation est devenue plus accessible et plus souple à la fois ; elle varie selon qu'il s'agit d'emprunts extérieurs ou d'emprunts intérieurs et pour ceux-ci, selon que les emprunts comportent ou non des lots.

Les emprunts à émettre à l'étranger d'après le texte de 1919 devaient être approuvés par décrets en Conseil d'État à condition toutefois qu'ils fussent contractés pour moins de trente ans. Chaque décret doit fixer le nombre des obligations à émettre, le taux d'intérêt et la date de remboursement.

Un décret du 30 octobre 1935 a décidé que ces emprunts, ainsi que les conventions passées pour en assurer le service doivent être approuvés par des décrets rendus en Conseil des Ministres.

En ce qui concerne les emprunts à émettre sur le marché national, la Ville de Paris peut, en théorie, soit les émettre souverainement, soit être autorisée par décret contresigné par le ministre des Finances, soit enfin par décret rendu en Conseil d'État et contresigné par le ministre des Finances. En réalité, les deux premières procédures ne jouent jamais, la condition nécessaire à leur intervention étant que la dette de la commune soit inférieure à *trente millions* de francs ¹. Donc, en fait les emprunts

1. Décret du 28 août 1937.

sont autorisés par décret en Conseil d'État, sans qu'il y ait un intérêt pratique à distinguer les obligations à court terme des obligations à long terme.

En passant, il convient de souligner encore l'erreur, continuellement commise, qui consiste à assimiler la Ville de Paris aux 36.000 petites ou moyennes communes de France, en matière de tutelle administrative. Par cette assimilation, les Pouvoirs publics sont conduits à édicter des mesures bien plus rigoureuses envers cette Ville dont les besoins sont d'un ordre de grandeur plus comparable à ceux d'un État qu'à ceux de la moyenne des collectivités communales. Une plus juste appréciation des choses devrait conduire les Pouvoirs publics à traiter différemment les grandes collectivités et par exemple à élever ce maximum de *trente millions* à un chiffre en harmonie avec l'importance de la Ville de Paris, sans qu'il en résulte pour cela un affaiblissement quelconque du contrôle des autorités de tutelle.

Enfin pour les emprunts à lots, l'autorisation législative peut faire place à une autorisation administrative — décret en Conseil d'État — sous la double condition que l'emprunt soit d'au moins de 250 millions et que la moyenne annuelle des lots demeure inférieure à 0,40 p. 100 du montant nominal de l'emprunt (loi de finances du 27 décembre 1927, art. 82).

Avant d'en terminer avec cet exposé, il n'est pas sans intérêt de rappeler qu'aux termes de la loi municipale toute commune ne peut emprunter qu'à la condition de rembourser dans un certain temps. La dette est obligatoirement du type amortissable¹.

1. Il convient de mettre à part les avances de trésorerie de l'État à la Ville qui sont d'un caractère particulier. Ces avances sont rembour-

sables, mais à une époque indéterminée, souvent sur le montant du premier emprunt réalisé ; elles sont contractées à un taux réduit. En 1936 un nouveau type est récemment apparu, avec l'avance que l'État a consentie à la Ville de Paris pour éviter un relèvement des redevances des services industriels (spécialement Métro et T. C. R. P.) en 1937. Cette avance de 250 millions a été stipulée *sans intérêt* : il y a là une forme nouvelle de collaboration des collectivités nationale et locales qui peut être l'indice d'une évolution des idées dans le domaine du financement des dépenses publiques.

Enfin il a paru inutile de faire mention du décret du 28 août 1937 prévoyant à titre exceptionnel et jusqu'au 31 décembre 1937 une approbation des emprunts d'équilibre par décret pris sur rapport des Ministres de l'Intérieur et des Finances si la somme empruntée excède trente millions. Toutefois cette disposition exceptionnelle et éphémère à la fois illustre bien l'extrême rigueur de la tutelle financière et la nécessité de l'assouplir en certains cas.

PREMIÈRE PARTIE

PRÉPARATION DE L'ÉMISSION

La préparation d'une émission soulève deux ordres de problèmes distincts. Il y a d'abord une série de questions de principe à résoudre, qui sont de nature administrative. Ensuite, les principes étant posés, intervient le souci du succès de l'opération : c'est la phase bancaire qui précède immédiatement l'émission. L'examen de ces deux points de vue fera l'objet des deux chapitres de cette partie.

CHAPITRE PREMIER

LES PROBLÈMES ADMINISTRATIFS

Les préoccupations administratives sont de divers ordres, mais la préoccupation dominante et toujours présente est d'ordre moral : ce problème moral est celui du crédit de la collectivité, crédit qu'il convient de préserver. D'autres problèmes purement matériels se posent concurremment au précédent : ils sont relatifs aux questions de politique, de trésorerie et de limitation du prix de revient.

Section I. — Le Problème du Crédit.

Le problème moral du maintien de l'intangibilité du crédit de la Ville est d'autant plus délicat que la notion en est imprécise.

On a donné bien des définitions du crédit public ; toutes peuvent se ramener à cette proposition : avoir un bon crédit c'est pouvoir se procurer facilement des fonds, et autant que possible à bon compte, par le procédé de l'emprunt. Or cela n'est pas une définition, mais la constatation d'un fait. De même les expressions « crédit de premier ordre, de deuxième ou de troisième ordre » n'ont aucun sens précis, ce ne sont que des façons commodes, purement qualificatives, d'exprimer qu'une collectivité trouve très facilement, assez facilement ou difficilement du crédit. Ce ne sont encore que des constatations de fait et non des mesures.

Il semble en définitive qu'une analyse des éléments du crédit public ne soit pas possible, et que la nature doive nous en échapper complètement. Ne se trouve-t-on pas plutôt en présence d'une « force économique » dont les manifestations nous sont familières, avec laquelle nous sommes habitués à être en présence, mais qui, à l'instar de la plupart des forces physiques, échappe totalement à notre analyse.

Les effets de cette force économique nous sont mieux connus : M. le Professeur Jèze a analysé les idées qu'évoque la notion de crédit public ¹ ; les circonstances qui exercent une influence sur le crédit ont été étudiées depuis long-

1. Jèze, *Technique du Crédit public*.

temps ; on peut les ranger en deux catégories selon qu'elles ont leur origine dans la gestion financière ou selon que cette origine est étrangère à la collectivité.

Les premières sont la sécurité et la loyauté. Sécurité acquise par une longue histoire dans la gestion financière de la Ville de Paris, confiance tenant à sa richesse ; loyauté dans l'exécution des engagements pris. De tout temps la renommée de la Ville a été excellente : elle le doit aux qualités de l'administration qu'elle a su se donner, ainsi qu'à la rigueur des textes réglementaires qui la mettent sous la tutelle et le contrôle des grands corps de l'État.

Les éléments étrangers à la collectivité et ayant un effet certain sur son crédit découlent des circonstances générales, soit d'origine politique, soit d'origine économique ou monétaire dont la Ville, comme collectivité administrative, ne saurait être tenue pour responsable. En fait, c'est dans les périodes troublées que son crédit apparaît de premier ordre, s'il n'est pas souvent même supérieur psychologiquement à celui de l'État.

Les variations du crédit sont en effet perceptibles. Non qu'elles soient mesurables : le crédit n'est pas une grandeur. Mais notamment dans les Bourses de valeurs, on constate les variations des cours des titres émis par la collectivité, et en éliminant la part de ces variations qui incombe aux circonstances générales, notamment par comparaison, on peut obtenir un aperçu suffisant de l'état du crédit à un moment donné. Il est d'ailleurs fort délicat d'émettre un jugement en cette matière : l'interprétation de l'allure générale du marché, ou d'un groupe de valeurs, est affaire difficile. Néanmoins il est très important d'avoir une opinion justifiée sur cette

question car il importe de maintenir à sa réputation mondiale le crédit dont jouit la Ville de Paris.

Enfin il pouvait être utile de protéger le crédit de la Ville contre les campagnes d'opinion ou les manœuvres de bourse qui tendraient à l'affaiblir. Ce problème avait fait l'objet de plusieurs dispositions, il a été repris dans son ensemble par la loi du 18 août 1936, réprimant les atteintes au crédit de la Nation.

Le législateur a voulu combattre toute manœuvre tendant à attaquer le crédit public : en conséquence le champ d'application de la loi est très large, les délits ont été définis de façon très générale mais, pour éviter tout arbitraire, le déclenchement de l'action répressive est confié à des fonctionnaires limitativement énumérés.

La loi ne se borne pas à protéger le crédit de l'État, mais aussi celui des départements, des villes et des établissements publics. Ce n'est pas tout, car, pour répondre aux attaques indirectes, la loi a ajouté à la liste (art. 1^{er}) « ... et d'une manière générale de tous les organismes où « les collectivités précédentes ont une participation directe « ou indirecte ».

Cette disposition englobe donc non seulement les concessionnaires de services publics et les sociétés d'économie mixte où la Ville a une participation directe, mais aussi les sociétés auxquelles la Ville aurait consenti une garantie quelconque et qui ont procédé à des émissions d'emprunt.

La loi a institué deux délits, suivant que le but recherché serait d'atteindre le crédit par la propagation de rumeurs, ou de manipuler le marché.

L'article premier punit de trois mois à deux ans de

prison et de 1.000 francs à 10.000 francs d'amende « qui-
« conque, par des voies ou moyens quelconques, aura
« sciemment répandu dans le public des faits faux ou des
« allégations mensongères de nature à ébranler directe-
« ment ou indirectement sa confiance dans... la valeur
« des fonds... »

Sans entrer dans une analyse de ce texte, ni dans une discussion de droit pénal, on peut faire ressortir les éléments constitutifs du délit.

Pour que le délit existe :

1° Il faut constater la fausseté des faits et des allégations ;

2° Ces faits et allégations doivent être répandus dans le public ;

3° De nature à ébranler la confiance ;

4° Enfin — élément intentionnel — il faut que ces faits et allégations aient été répandus *sciemment*.

Il convient de remarquer combien la détermination de ces éléments est délicate. Il est relativement difficile de prouver la fausseté des faits, mais comment établir que ces rumeurs répandues dans le public ont été de nature à ébranler soit directement, soit indirectement la confiance ? Le lien entre la tenue du marché et l'influence de bruits est affaire d'appréciation : le tribunal correctionnel en sera seul juge. Enfin la preuve de la volonté de nuire, faute personnelle qui exclut toute faute professionnelle, est la plus difficile à établir : elle est à la charge de l'accusateur. On peut donc craindre que cette disposition n'ait pas d'application pratique, étant donné les difficultés que soulève sa mise en œuvre. Par ailleurs, on peut déjà tenir pour acquit qu'une Ville comme Paris, dont le crédit est de premier ordre, n'admettra pas que ce crédit puisse

être ébranlé par une campagne de fausses nouvelles : elle hésitera à déclencher l'action judiciaire.

Les autres délits prévus par la loi concernent les manipulations du marché. L'article 2 punit des mêmes peines « quiconque aura, par des voies et des moyens quelconques, incité le public :

« 1^o A des retraits de fonds de caisses publiques ou d'établissements obligés par la loi à effectuer leurs versements dans les caisses publiques. »

« 2^o A la vente de titres de rentes ou autres marchés publics ou l'aura détourné de l'achat ou de la souscription, que ces provocations aient été ou non suivies d'effet. »

Pour éviter tout arbitraire, l'article 3 spécifie que les poursuites ne pourront être engagées que sur plainte du ministre des Finances ou des représentants légaux des collectivités et des organismes visés à l'article 1^{er}, c'est-à-dire du préfet de la Seine pour la Ville de Paris.

Au cas de condamnation, le tribunal devra en outre ordonner la publication du jugement dans deux journaux qu'il indiquera, aux frais du condamné.

* * *

Enfin il faut remarquer que les variations du crédit de la Ville de Paris ne sont pas liées aux faits de l'Assemblée municipale, à la différence de ce que l'on constate pour l'État.

Le marché des rentes et autres valeurs du Trésor est très sensible aux faits politiques. C'est là un phénomène de constatation courante : une séance difficile à la Chambre qui semble devoir mettre en jeu l'existence du ministère

est à l'origine de variations parfois très vives et de sens différent selon les fluctuations du débat.

On n'observe rien de semblable sur le plan municipal. Le marché des obligations de la Ville de Paris ne se ressent à aucun degré de la nature des relations existant entre l'Administration et l'Assemblée, non plus que des résultats des débats du Conseil. Il est même indépendant de la nature des relations de la Ville et de l'État ; il arrive que, au moment du vote du budget, des thèses opposent le Gouvernement au Conseil municipal ; il peut naître ainsi quelques conflits aigus qui se résolvent par des négociations délicates. Bien mieux, le crédit de la Ville n'a nullement été atteint pendant les années 1884-1893, où un conflit politique a opposé le Conseil municipal au Gouvernement, conflit qui se traduisait annuellement par le rejet du budget de la police. Or, pendant cette période la Ville a émis son emprunt de 1886 en cinq tranches échelonnées de 1887 à 1892 ; le succès a été tel que la dernière tranche fut émise en 1892 sous la forme de vente des titres aux guichets de la Caisse municipale, au cours de la Bourse. Cette nouvelle formule rencontra une telle faveur qu'elle fut adoptée pour l'emprunt suivant de 1894-1896.

Cette indépendance absolue entre les faits municipaux et les variations du crédit de la Ville tient à ce que ces dernières sont dominées par des influences plus fortes : les unes sont le fait des événements internationaux ou mondiaux ; les autres dérivent directement du crédit de l'État.

La dépendance entre le crédit de la Ville et celui de l'État tient à ce fait que la dette publique de l'État est énorme : 354 milliards ¹ au 31 décembre 1936 pour un

1. M. Abel Gardey, *Revue Politique et Parlementaire*, 1937.

budget de l'ordre de 50 milliards — 70 si l'on comprend le fonds d'armement. La dette de la Ville n'était que de 16 milliards à la même époque pour un budget de près de 5 milliards. Cette comparaison est toute à l'avantage de la Ville : toutes proportions gardées, sa dette est bien moins forte que celle de l'État.

Section II. — Les Problèmes budgétaires.

Au point de vue budgétaire, une émission d'emprunt soulève divers points de politique budgétaire et elle pose la question du service de l'emprunt.

I. — LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Malgré les améliorations de détail apportées depuis l'origine, le système fiscal des localités, par l'étroitesse d'extension de la matière imposable, est insuffisant à pourvoir les besoins nouveaux. Tandis que ces besoins découlent directement des nouvelles conditions économiques, dont depuis la guerre la mobilité et par conséquent l'instabilité sont la caractéristique, les ressources locales sont principalement fournies par les centimes additionnels aux « quatre vieilles contributions » — ramenées à trois depuis la suppression du principal des portes et fenêtres. Or les évaluations servant de base à l'imposition ne sont révisables que tous les dix ou vingt ans, un tel système fondé sur la constance du régime économique et la volonté de maintenir cette constance, se trouve débordé par les conséquences de l'ensemble des crises de guerre, d'après-guerre, que la France supporte depuis plus de vingt ans.

Par ailleurs les nouveaux impôts mis à la disposition des communes par la loi du 13 août 1926, ne fournissent que des recettes d'appoint. Enfin, il ne faut pas oublier que ce sont les mêmes contribuables qui supportent le poids des impôts d'État et des impôts locaux et à défaut d'une répartition équitable des matières imposables entre les collectivités, l'impôt local devenant un impôt de superposition ne saurait atteindre un taux trop élevé sans parvenir rapidement aux limites des facultés contributives du pays.

Ainsi donc, le système actuel ne peut que tout au plus permettre un équilibre budgétaire en période économique normale ; en période d'instabilité il devient indispensable de recourir à l'emprunt.

Mais, si explicable que soit ce recours à l'emprunt, et bien que pour une ville comme Paris les projets de travaux fassent l'objet d'études préalables et de discussions soumises à la presse avant même de l'être à la tribune, il convient — c'est un fait d'expérience — d'en faire apparaître clairement les raisons au public et de déterminer judicieusement la nature des dépenses à financer par ce moyen. En temps de crise, par exemple, il ne serait pas indiqué de procéder à l'émission d'un emprunt d'équilibre — mot aimable qui cache la réalité moins agréable d'un déficit — alors que la situation budgétaire reflétant l'état économique a été alourdie de dépenses de secours de chômage, d'assistance, de subventions, toutes choses improductives. Il y a donc intérêt à faire ressortir ces chefs de dépenses particulières : c'est une des raisons qui ont conduit la pratique administrative à réunir dans une même émission les dépenses extraordinaires, que l'on ne peut couvrir par l'impôt. Ainsi, au lieu de lancer des

emprunts différents, par exemple un de 100 millions pour les dépenses de chômage, un de 100 millions pour des travaux, un de 30 millions pour l'équilibre budgétaire, on présentera un seul emprunt de 230 millions, dont 100 pour les travaux, 100 pour le chômage et 30 pour l'équilibre. Cette présentation a l'avantage de rassembler dans un même document les principales dépenses couvertes par l'emprunt et de donner au souscripteur éventuel une idée, simpliste certes — mais en l'occurrence une explication simpliste vaut mieux qu'une absence complète d'explication — une idée de la vie de la Cité. Le public verra bien que l'on emprunte pour équilibrer le budget, mais il verra également que la collectivité supporte des dépenses d'assistance, qu'elle effectue des travaux, en un mot que la collectivité conserve une certaine activité malgré les charges résultant d'un état économique obéré.

En passant, on peut noter que, de façon indirecte et sommaire, l'administré est amené à s'intéresser à la vie municipale ; il ne tient qu'à lui de savoir pourquoi il souscrit et à ne pas être un sujet absolument passif ; cette possibilité d'associer le public à la vie administrative est dans l'esprit de l'évolution de l'administration française.

Un autre aspect de la politique budgétaire — et qui est d'ailleurs intimement lié à l'aménagement de la trésorerie — est l'opportunité qui peut se présenter de transformer un emprunt à court terme en un emprunt à long terme. La consolidation, et surtout la conversion d'emprunts sont des opérations de nature plus particulière et qui le plus souvent font l'objet d'une technique plus complexe : il convient de les mettre à part.

II. — LE SERVICE DE L'EMPRUNT

Depuis tous temps la Ville de Paris a donné un gage certain à ses emprunts et cela moins par souci de satisfaire aux exigences des autorités de tutelle que par souci du maintien de son crédit.

Les modalités du gage sont diverses : parfois les ressources générales du budget devront supporter la charge nouvelle ; le gage peut encore s'établir en la spécialisation de centimes nouveaux, en l'affectation au service de l'emprunt de certains des centimes sans affectation spéciale (ce qui implique un effort équivalent de compression des dépenses générales) ; en l'affectation de recettes spéciales : surtaxes temporaires et locales s'il s'agit notamment d'un emprunt destiné à des travaux bien déterminés et profitant spécialement à un quartier de la ville (dégagement des gares de l'État, suppression de passages à niveau, etc.). Le gage peut être constitué aussi par des taxes indirectes — produit de certains droits d'octroi majorés — ou par la vente de terrains communaux. Le choix du gage s'établit en accord avec les autorités de tutelle, il en est de même de la détermination de son importance.

Le tableau suivant donne un aperçu des gages divers dont ont été dotés les emprunts récemment contractés par la Ville de Paris.

OBJET DE L'EMPRUNT	MONTANT	GAGE	OBSERVATIONS
Remboursement des bons de chômage et couverture des dépenses de chô- mage en 1936 . .	371.467.000	L'augmentation des charges résultant pour les fonds gé- néraux sera cou- verte par le pro- duit de 15,4 centi- mes additionnels.	Centimes non spécialisés.
Opérations de voi- rie	120.000.000	Le service de cet em- prunt sera prélevé sur le produit de 22,5 centimes.	Centimes spé- cialisés.
Équilibre du budget de 1935	282.000.000	Le gage de l'em- prunt sera assuré par le produit du relèvement des droits d'octroi sur les matériaux de construction, hui- tres, etc...	Droits d'oc- troi.
Dégagement de la gare du Nord et de la rue de Dun- kerque	130.000.000	Produit de surtaxes locales temporai- res.	

Nota. — La construction de l'hôpital Beaujon à Clichy a été financée au moyen de bons à court terme gagés sur le produit de la revente de terrains communaux.

La fixation du montant du gage suppose déterminés le taux de l'intérêt et la durée ¹ d'amortissement de l'emprunt.

La loi impose aux collectivités le type de l'emprunt amortissable : nous n'avons pas à débattre ici des avantages ou inconvénients respectifs de l'emprunt amortissable ou du perpétuel ². Au point de vue technique les points que soulève l'amortissement sont donc le choix de

1. Voir *infra*, p. 30.

2. Pour les emprunts industriels (H. B. M., Métro, etc...), on ne peut concevoir d'ailleurs une dette perpétuelle. L'amortissement financier doit être de même durée que l'amortissement industriel.

la modalité, la durée et le point de départ de la période d'amortissement.

Depuis longtemps la Ville de Paris a adopté les amortissements à échéance certaine : les systèmes des rentes viagères ou des tontines n'ont jamais été employés.

Le système des annuités terminables n'a pas été adopté. La Ville s'adressant à une clientèle de petits porteurs se devait de rembourser sa dette selon un mécanisme simple. L'annuité terminable consiste dans le versement annuel d'une somme au porteur comprenant une part d'intérêt et une part de capital remboursé ; elle exige que le porteur puisse faire le départ entre ces deux éléments s'il entend reconstituer son capital. Or, dans la plupart des cas, le capitaliste ne pourrait faire cette distinction et encore le pourrait-il que souvent encore, faute de temps ou de volonté, il ne le ferait pas.

Par ailleurs, le sinking fund ne faisant pas partie des habitudes françaises ne peut être pratiqué pour les emprunts intérieurs. On sait que dans ce système, l'emprunteur lui-même reconstitue le capital qu'en fin de contrat il doit rembourser au capitaliste.

Ce procédé a été employé pour l'amortissement de l'emprunt américain du département de la Seine de 1922 : le mécanisme en théorie est très simple.

Le débiteur paie chaque année les intérêts du capital emprunté et il met en réserve la partie de l'annuité qui correspond à l'amortissement de ce capital. A ces sommes mises en réserve, il affecte un taux d'intérêt (le taux même qu'il sert au débiteur) de façon à reconstituer le capital initial à la fin du contrat. Ce procédé suppose qu'il est possible pour le débiteur de faire produire aux sommes mises en réserve un intérêt de taux égal à celui de

l'emprunt. S'il survient une baisse du loyer de l'argent, la collectivité doit s'imposer de nouveaux sacrifices pour reconstituer le capital initial.

A ces systèmes complexes, l'amortissement de la dette par tirage au sort est apparu préférable. Au lieu d'appliquer à l'ensemble de la dette l'annuité nécessaire à son service, comme dans le système des annuités terminables, on l'applique à une partie de la dette et l'on rembourse un certain nombre de titres qui sont ainsi retirés de la circulation. Au point de vue mathématique, le résultat est le même puisqu'on utilise le même nombre d'annuités constantes ; et psychologiquement, il n'y a pas à craindre la défiance du porteur. Pour donner toute garantie quant à la désignation des titres remboursés, on procède au tirage au sort des numéros de ces titres ¹.

Le plan d'amortissement doit donc indiquer pour chaque tirage le nombre de titres à amortir. Il est évident que le nombre de titres amortis augmente chaque année avec la part de l'annuité destinée au remboursement — les annuités étant sensiblement constantes.

L'exemple suivant est tiré du tableau d'amortissement de l'emprunt à lots 4 p. 100 1931 : les sommes ont été reproduites de 5 semestres en 5 semestres de façon à mieux mettre en évidence les faits importants.

1. Voir *infra*, p. 81.

EMPRUNT A LOTS 4 %

Tableau d'amortissement.

NUMÉROS d'ordre.	NOMBRE de titres en circulation au début du semestre.	MONTANT de la semestrialité.	INTÉRÊTS à 20 francs par titre.	AMORTISSEMENT au pair.	PART des lots.	NOMBRE de titres amortis.	ACCROISSEMENT du nombre des titres amortis.
1	2	3	4	5	6	7	8
1	2 500 000	63 288 000	50 600 000	8 538 000	4 750 000	8 600	800
6	2 445 200	61 194 000	49 104 000	9 340 000	2 750 000	9 400	1 000
11	2 406 200	63 212 000	48 124 000	10 338 000	4 750 000	10 400	1 200
16	2 351 800	61 326 000	47 036 000	11 540 000	2 750 000	11 600	1 200
21	2 291 000	63 320 000	45 832 000	12 738 000	4 750 000	12 800	1 200
26	2 225 200	61 194 000	44 504 000	13 940 000	2 750 000	14 000	1 600
31	2 152 000	63 338 000	43 040 000	15 538 000	4 750 000	15 600	1 600
36	2 071 200	61 314 000	41 424 000	17 140 000	2 750 000	17 200	1 800
41	1 981 800	63 324 000	39 636 000	18 938 000	4 750 000	19 000	1 800
46	1 883 200	61 154 000	37 664 000	20 740 000	2 750 000	20 800	2 200
51	1 774 400	63 176 000	35 488 000	22 938 000	4 750 000	23 000	2 600
56	1 654 200	61 374 000	33 084 000	25 540 000	2 750 000	25 600	2 600
61	1 521 400	60 728 000	30 428 000	28 050 000	2 250 000	28 200	2 800
66	1 374 800	60 456 000	27 496 000	30 860 000	2 100 000	31 000	3 400
71	1 213 000	60 340 000	24 260 000	34 280 000	1 800 000	34 400	3 400
76	1 034 200	59 884 000	20 684 000	37 700 000	1 500 000	37 800	4 000
81	837 200	59 664 000	16 744 000	41 720 000	1 200 000	41 800	4 400
86	619 600	59 432 000	12 392 000	46 140 000	900 000	46 200	4 800
91	379 200	59 144 000	7 584 000	50 960 000	600 000	51 000	
97	57 400	57 390 000	1 148 000	57 390 000	150 000	57 400	

On remarque d'abord que les semestrialités ne sont pas rigoureusement constantes. Cela tient d'abord à la répartition des lots entre les deux tirages qui est inégale : en conséquence les amortissements par des lots (col. 6) sont variables. En second lieu, nous verrons que les amortissements se font par séries de 100 : il en résulte d'inévitables ajustements que l'on opère d'une semestrialité sur l'autre. Mais il n'en reste pas moins que ces semestrialités sont sensiblement égales et de l'ordre de 63 ou 61 millions selon le nombre de lots qui sont attribués. A partir du 61^e tirage, les variations sont plus grandes : elles sont dues à des variations du régime des lots ¹.

Ceci posé, on constate que les sommes consacrées aux intérêts sont en diminution constante, tandis que la part de l'amortissement — spécialement de l'amortissement au pair (col. 5) — est en progression continue. En conséquence, le nombre de titres amortis est de plus en plus fort et l'accroissement en est plus élevé à mesure que la date du remboursement se rapproche.

La durée de l'emprunt doit être déterminée selon le principe d'équité maintes fois énoncé, d'une juste répartition de la charge de la dette sur les générations présente et futures. La génération présente doit s'acquitter des charges qui lui incombent et ne pas en reporter le poids sur celles qui vont la suivre. Ainsi un emprunt d'équilibre budgétaire de chômage, doit être amorti par la génération même qui subit la crise économique, tandis qu'il n'y a aucune faute morale à étendre sur deux générations l'extinction d'une dette contractée pour effectuer des travaux d'amélioration.

1. Voir *infra*, p. 68.

M. le Professeur Jèze ¹ propose de déterminer la période logique d'amortissement en fonction de la croyance en l'utilité de la dépense projetée, le maximum de cette durée d'utilité étant compris entre cinquante et soixante-quinze ans. Il semble que M. Jèze ait indiqué lui-même ces limites supérieures pour atténuer ce qu'aurait de trop subjectif la notion de croyance en utilité de la dépense. Cette utilité peut être en effet indéfinie. La Ville de Paris vient de construire un hôpital moderne sur les terrains de Clichy. On peut raisonnablement estimer que la durée des bâtiments sera très grande et croire leur utilité indéfinie, étant bien entendu que les dépenses de modernisation et de transformation entreront dans les frais de fonctionnement incombant aux générations futures : ces frais sont relativement faibles eu égard au coût de la construction et de l'équipement de l'hôpital. Voilà donc un exemple de dépense à utilité que l'on peut dire perpétuelle par rapport aux administrateurs — édiles ou fonctionnaires — qui ont conçu l'opération. Cependant la durée d'amortissement de l'emprunt contracté pour cette opération ne saurait être indéfinie, ni même ne saurait s'étendre sur trois générations : elle est fixée à cinquante ans au maximum.

La croyance en la durée d'utilité de la dépense ne donne pas une indication suffisamment précise pour déterminer la longueur de la période d'amortissement. Cependant ce n'est pas l'arbitraire qui fixera le choix d'une période entre la limite inférieure vingt ans (charges incombant à la génération présente) et cette limite supérieure de cinquante ou soixante-quinze ans.

1. *Technique du Crédit public*, 1925, t. II, p. 25.

Il convient de noter ici que la fixation de la durée a des répercussions sur d'autres choses : plus cette durée est courte, plus l'effort budgétaire est grand. On aura donc à tenir compte des possibilités fiscales, de l'élasticité budgétaire pendant les années à venir. Parfois la loi a fixé des durées de quarante ans pour les emprunts de construction d'habitations à bon marché, la pratique administrative a adopté l'amortissement en dix-huit ans pour l'outillage de la T. C. R. P. (autobus départementaux), vingt ans pour les emprunts destinés à un équipement industriel, trente ans pour les travaux, quarante ou cinquante ans pour les constructions.

Jusqu'à une période récente, la Ville a emprunté fréquemment pour soixante-quinze ans ; depuis quelques années la limite supérieure a été ramenée à cinquante ans¹. C'est qu'il n'y a pas grand avantage à prévoir un amortissement plus long, l'annuité n'étant pas très différente selon que la durée varie de cinquante à soixante-quinze ans.

Le tableau suivant donne les valeurs en chiffres ronds de l'annuité nécessaire au service d'un emprunt de 100 millions, contracté à divers taux, et amortissable en cinquante et en soixante-quinze ans.

TAUX	DURÉE 50 ANS	DURÉE 75 ANS	DIFFÉRENCE
4 %	4.655.000	4.223.000	430.000
4 1/2 %	5.060.000	4.672.000	390.000
5 %	5.477.000	5.132.000	340.000
5 1/2 %	5.906.000	5.601.000	300.000
6 %	6.344.000	6.077.000	267.000
6 1/2 %	6.791.000	6.558.000	233.000
7 %	7.246.000	7.044.000	200.000

1. Ce chiffre n'a rien d'absolu, c'est un ordre de grandeur. Certains emprunts peuvent être contractés pour cinquante-quatre ans, cinquante-deux, etc.

La charge supplémentaire entraînée par un amortissement en cinquante ans n'est donc pas excessive, et par ailleurs elle est d'autant moins sensible que le taux de l'intérêt est plus élevé. En d'autres termes, il y a d'autant moins intérêt à allonger la période d'amortissement que les conditions de l'emprunt sont plus onéreuses. On pourrait en conclure qu'en période de crise il est préférable d'allonger la durée des emprunts : c'est psychologiquement la question la plus délicate.

Au point de vue budgétaire, cette charge annuelle supplémentaire apparaît déjà faible relativement au montant de l'annuité exigée pour un amortissement en cinquante ans, elle paraît plus faible encore si on la rapproche du montant des fonds généraux du budget : 4.547.000.000 en chiffres ronds pour 1937. Il suffira donc d'un léger effort pendant les cinquante années pour éteindre la dette et alléger le budget des vingt-cinq années suivantes du poids d'annuités à peine inférieures à celles que l'on a versées. L'élasticité des budgets futurs est ainsi ménagée sans gêne excessive pour les temps présents.

Il convient de noter enfin que la durée du prêt ne coïncide pas forcément avec la durée du remboursement. Il peut y avoir un léger décalage au point de départ. Ainsi la Ville de Paris a conclu en 1928 un emprunt remboursable en cinquante ans, mais le point de départ de l'amortissement en a été fixé au 1^{er} janvier 1931. L'emprunt est donc amortissable en quarante-huit années. Des considérations d'ordre budgétaire sont le plus souvent à l'origine de ce décalage. L'emprunt de 1920 contracté auprès d'un groupe de banques canadiennes venait à échéance au 1^{er} mai 1930. Ainsi donc pendant les années 1929 et 1930, la Ville aurait dû assurer le service de deux

emprunts, celui de 1920 et celui de 1928. On fit une certaine économie en limitant le service du plus récent au paiement des intérêts, sans amortissement : on a évité ainsi « une pointe » soudaine et temporaire du poids de la dette, alors qu'il n'y avait aucun intérêt à provoquer un accroissement temporaire de ces charges.

Une autre raison peut conduire à utiliser cette méthode. Supposons un emprunt pour la construction des H. B. M. Au point de vue industriel, l'opération va présenter en dépenses parmi les frais d'exploitation le service de l'emprunt, et en recette le produit des loyers. Mais il va falloir assurer le service de l'emprunt bien avant qu'une location intervienne : pour éviter d'accroître ces charges intercalaires, on réduira le service de l'emprunt au paiement des intérêts durant les deux premières années, par exemple, pendant lesquelles l'emprunt n'est pas encore productif.

Note : L'amortissement par rachats en bourse.

On peut concevoir que la collectivité au lieu de procéder au tirage au sort d'un certain nombre de titres à amortir au cours d'une année se procure ces titres sur le marché, tout comme un particulier aux fins d'annulation. Ce procédé peut être combiné avec celui du tirage : il suffirait de supprimer un tirage lorsque le nombre d'obligations rachetées serait égal au nombre de titres à désigner par le sort. La différence entre le prix de revient de l'achat (valeur du cours augmentée des impôts et courtages) et la valeur de remboursement constituerait le bénéfice de la Ville, et serait acquis à son budget.

Cette opération, qui se tient donc financièrement, doit être examinée au point de vue administratif et au point de vue du porteur.

Au point de vue administratif elle suppose que la Ville est habilitée à faire emploi de ses fonds en ses propres valeurs.

Cette faculté lui a été accordée en 1932 : l'article 89 du Règlement de comptabilité a été complété afin de permettre l'emploi de disponibilités sur frais d'émission des emprunts de la Ville de Paris à des rachats au-dessous du pair d'obligations municipales. Il suffit donc vis-à-vis du porteur que, dans le cahier des charges, la Ville se réserve le droit de racheter des titres en bourse.

Pour exécuter il peut sembler logique d'acheter au moyen des fonds budgétaires affectés au service de la dette. Mais ces fonds ne sont utilisables que pendant un an — la durée de l'exercice — pas même : une nouvelle limitation résulte du nombre de tirages dans l'année ; s'il y a deux tirages, on sera obligé de procéder à des rachats entre ces deux tirages de façon à pouvoir se procurer le nombre de titres permettant de supprimer le tirage prochain. Ainsi donc, surtout s'il s'agit d'emprunts anciens donnant lieu à de très forts amortissements, la Ville devra intervenir sur le marché pendant quelque temps et procéder à des rachats massifs : non seulement l'effet à la bourse serait nocif par le décalage des parités entre les divers emprunts d'une même collectivité, mais encore au seul point de vue de la Ville, une hausse rapide des cours diminuera l'intérêt de l'opération si parfois elle ne l'annule pas.

Supposons par exemple que la Ville ait émis un emprunt sans lots, dont le tableau d'amortissement soit identique à celui de l'emprunt à lots 4 p. 100 1931 que nous avons reproduit, et posons en hypothèse que la Ville s'est réservée faculté de racheter les titres en bourses ¹.

1. Les hypothèses ne sont pas réalisées dans cet emprunt, ni dans

Nous voyons qu'au sixième tirage semestriel, 9.400 titres doivent être amortis : si la Ville décide d'user de la faculté de rachat, elle doit donc pendant les 100 bourses du semestre acheter une moyenne de 94 titres par bourse. Au seizième tirage — soit cinq ans plus tard — ce nombre d'achats quotidiens s'élève à 116, à 140 au vingt-sixième tirage, 208 au quarante-sixième, etc..., il augmente à mesure que l'emprunt s'amortit. Or, on constate actuellement environ 250 transactions en moyenne par bourse ; cette moyenne va tendre à diminuer : on conçoit donc que les rachats en bourses s'effectuent plus difficilement à mesure que l'on arrive au terme du remboursement.

Le procédé vaut donc surtout dans les premières années de l'emprunt.

Mais l'idée de se servir d'autres fonds vient naturellement à l'esprit. Nous verrons que lors d'une émission d'emprunt, on prévoit des frais d'émission. Ces frais comprennent, outre les courtages et commissions, les dépenses de confection de titres, de recoupponnements, d'établissement de registres, de certificats nominatifs, d'émargement (personnel, achats de registres et autres), etc. De par leur nature, il est impossible d'en calculer le montant exactement, et leur emploi s'étend sur plusieurs années. Ces fonds calculés approximativement au moment de l'émission présentent donc des réserves et des disponibilités. Il n'y a aucune incompatibilité dans l'utilisation de ces fonds au rachat de titres.

d'autres emprunts municipaux. On les rencontre dans certains emprunts départementaux, 5 p. 100 1932 par exemple, mais qui présentent certaines particularités (amortissement annuel et par séries). Toutefois, pour la commodité de l'exposé, il a paru préférable d'imaginer un type d'emprunt municipal ; nous verrons d'ailleurs pourquoi ce type n'a pas été créé.

Quel est l'intérêt du porteur ? Il est que du fait de l'existence de ces titres ses droits aux coupons et ses chances éventuelles de remboursement rapide ne soient pas modifiés et rien de plus.

Remarquons qu'il ne peut être question pour la Ville de revendre ces titres : il ne s'agit pas d'intervenir continuellement sur le marché, de pratiquer « l'open market ». Il s'agit d'amortir la dette, et le moyen le plus rationnel est l'annulation immédiate des titres rachetés ou l'indisponibilité du titre marquée par un estampillage.

Sans doute, l'annulation immédiate peut retarder le moment où le prêteur serait remboursé, si le rachat s'applique à l'amortissement annuel courant, mais seulement dans ce cas. Cette annulation peut entraîner en effet la suppression d'un tirage : le porteur s'estimerait frustré d'une espérance de voir s'attribuer une prime de remboursement, voire un lot, pour les valeurs qui en comportent.

Pour parer au premier inconvénient, retard de la réalisation de la prime de remboursement, on est donc amené à ne pas annuler immédiatement les titres, mais à les frapper d'indisponibilité. Ils continuent à participer au tirage des lots, ce qui n'influe pas sur la probabilité de sortie des numéros. Evidemment ils seront compris dans le dernier tirage, et dans cette mesure le résultat de l'opération aura été d'effectuer un amortissement anticipé. Le porteur sera même favorisé puisque la date de remboursement de ses titres aura été avancée.

Reste la question des lots : les titres frappés d'indisponibilité vont continuer de participer à leur tirage, et le public va s'estimer lésé, en ce qu'il vient en concours avec la Ville pour l'attribution de ces lots. Pour lui donner

satisfaction, il suffirait de convenir que les disponibilités qui seraient ainsi apparues en matière de lots donneraient obligatoirement lieu, au tirage suivant, à une attribution supplémentaire de lots d'importance identique. De ce fait les chances du public se trouveraient accrues lors de ce tirage. Mais une telle réglementation a paru trop complexe pour rencontrer la faveur du public, et, sur les avis des milieux autorisés, il ne fut pas donné suite à ce projet.

Remarquons, pour terminer, que dans ce système, la Ville est amenée à se payer à elle-même des intérêts. Il faut bien remarquer qu'elle n'a pas recherché à reconstituer un système d'amortissement par le jeu des intérêts composés. Certes, les intérêts perçus deviennent des fonds libres qui pourront servir au rachat de titres en bourse, tout comme dans le système du D^r Price. Mais la différence essentielle réside en ce qu'ici, ce phénomène n'est qu'un accessoire du mécanisme et non la pièce maîtresse d'une politique d'amortissement : c'est pour des raisons de maintien du crédit et non pour bénéficier du jeu des intérêts composés que les titres ne sont pas annulés immédiatement. Le résultat ne saurait être identique, puisque le rachat en bourse n'est qu'une faculté que se réserve la Ville de profiter des dispositions favorables du marché : par hypothèse donc ; il ne s'agit pas d'une politique systématique mais éventuelle.

Une autre considération vient réduire l'importance pratique de ce procédé. La masse dont on peut disposer pour ces achats n'est pas très importante, et c'est la raison pour laquelle ces achats ne sont pas effectués, il ne faut l'employer que dans des cas tout à fait exceptionnels. Au budget municipal de 1938, le crédit prévu pour cet

objet n'est que de trois millions et il n'a été constaté aucune dépense depuis 1935.

La question n'a ainsi conservé jusqu'ici qu'un intérêt théorique, les difficultés administratives qu'elle soulève ne sont pas bien grandes, mais malgré tout on a hésité à user de cette faculté ne sachant pas quelles pourraient être les réactions du public, et spécialement des détenteurs de valeurs à lots.

En fait, malgré plusieurs essais lors des négociations avec les banques, on n'a pas encore instauré ce mécanisme, mais il n'est pas sans intérêt d'ailleurs de pouvoir le faire fonctionner si les circonstances se modifiaient et si le public paraissait à un moment donné devoir accepter de nouvelles habitudes en cette matière.

Section III. — Le Problème de Rendement.

Lorsqu'elles émettent un emprunt, les collectivités se doivent, sans porter atteinte à leur crédit, d'obtenir le produit le plus élevé contre les charges les moins lourdes pour le contribuable. En termes techniques, il s'agit pour l'emprunteur d'obtenir le *taux de revient*¹ le moins élevé. Il doit donc à cet effet s'entourer de tous les renseignements et procéder à diverses prises de contact.

Il faut, en premier lieu, déterminer quelles sont les dispositions du marché national et mondial : on devrait même spécifier : des marchés à court terme et des marchés à long terme. Parmi les éléments qui renseignent sur

1. Il convient de distinguer le *taux de placement* qui est relatif au porteur, du *taux de revient* qui est relatif à l'emprunteur. Le taux de revient comprend outre le taux d'intérêt, les frais de toutes sortes entraînés par l'émission : commission des banques, frais de publicité, de timbre, d'impression de titres, etc...

ces marchés sont le montant des dépôts en banque et le montant des effets en portefeuille. La variation de ces deux postes au bilan des banques donne un aperçu des dispositions des capitaux. L'augmentation du montant des dépôts indique l'afflux des capitaux sur le marché, une baisse de ce montant en marque la raréfaction, soit au profit des affaires (escompte-portefeuille), soit en pure perte s'il y a thésaurisation ou évasion.

La Bourse donne également un aperçu des dispositions du marché à court terme, notamment par les cours des bons du Trésor et des bons de la Défense Nationale. Le taux des reports est aussi une indication de détente ou de tension du cours de l'argent.

Bien que ces deux marchés subissent les mêmes influences, ils ne réagissent pas de la même façon sous le coup des événements et ils présentent des dispositions différentes. Le succès d'un emprunt sur le marché à court terme n'implique pas du tout qu'un emprunt sur le marché à long terme aurait pu réussir.

Les dispositions du marché sont connues du public aussi bien par les journaux d'information que par les journaux de Bourse, l'état de l'économie générale par les journaux et publications économiques et financières. Mais il convient d'interpréter et de contrôler ces informations. En ce qui concerne la Ville de Paris, cette tâche délicate s'accomplit au cours de prises de contact très fréquentes qui ont lieu entre le service intéressé d'une part et les banques, et les courtiers de banque d'autre part, dont la documentation sur l'état du marché et la disposition de la clientèle est très précise. Il ne faudrait pas cependant croire que les avis des banques sont acceptés sans discussion. Ils sont contrôlés, recoupés par les

renseignements que les services obtiennent d'autres sources, et critiqués en pleine connaissance de cause. Ces prises de contact permettent au service de se faire une opinion assez exacte de l'état du marché et de décider, suivant l'urgence et les besoins de Trésorerie, si l'ambiance se prête ou non à une opération sur l'un des marchés à long terme ou à court terme.

En un mot, il a été procédé à l'examen de la situation du marché, en vue de déterminer les probabilités de réussite.

Si en cette matière la Ville était souveraine, ou comme on dit aujourd'hui, si elle avait son autonomie financière, il suffirait de s'en tenir là. Mais l'État, en vertu de ses droits régaliens doit intervenir pour juger de l'opportunité de l'opération. Il ne s'agit pas ici de l'autorisation de l'emprunt au point de vue tutelle administrative¹, mais de l'autorisation d'ouvrir l'émission, autorisation qui est donnée par le ministre des Finances.

Pour bien saisir la portée de cette intervention il faut se représenter que l'État a une certaine responsabilité de surveillance des marchés financiers. Il convient de ne pas lancer continuellement des emprunts sous peine d'épuiser l'épargne et de provoquer des bouleversements en bourse à travers des arbitrages inévitables. Il faut donc laisser à l'épargne le temps de se reformer, aux capitaux le temps de se libérer. Or, les emprunts modernes, par leur montant, épuisent les disponibilités pour un certain temps. L'État en particulier, est un grand emprunteur et ne saurait permettre à une autre collectivité

1. L'autorisation des pouvoirs de tutelle donnée par le ministre de l'Intérieur après avis du ministre des Finances n'intervient pas au moment de la réalisation des emprunts mais au stade antérieur de l'approbation de ce mode de financement de l'opération.

importante de lui faire concurrence en ouvrant une souscription en même temps que lui. Ce serait également de mauvaise administration, et contraire aux intérêts de tous, que de permettre aux grandes collectivités jouissant de l'autonomie financière (Crédit National, Postes Télégraphes et Téléphones, Société Nationale des Chemins de fer français, etc...) de lancer leurs emprunts simultanément. Il est donc nécessaire d'établir un certain ordre : l'État est tout désigné pour classer les demandes d'émission et pour indiquer le moment convenable pour l'ouverture des souscriptions.

Plus exactement, il n'est fixé aucune date d'émission, mais simplement un numéro d'ordre : les collectivités prennent leur rang sur le calendrier des émissions. C'est donc une simple mesure d'ordre : la Ville de Paris saura qu'elle pourra émettre après les P. T. T. par exemple, ou après telle Compagnie de Chemins de fer. Elle ne saura rien de plus, chacune des collectivités n'étant pas obligée d'opérer à une date déterminée — qui serait peut-être défavorable au point de vue technique — mais pouvant choisir le moment le plus propice dans une période de quelques semaines. Encore ce rang lui-même est-il quelquefois sujet à variations, pour des raisons d'ordre supérieur : j'entends par là l'ensemble mouvant des circonstances mondiales qui influent par exemple sur la nature des dépenses ou sur le volume des emprunts. C'est ainsi qu'au début de mars 1937 la Ville se préparait à émettre un emprunt. Cependant la situation extérieure avait contraint le Gouvernement à accuser ses efforts militaires ; et ces nécessités de Défense Nationale, combinées avec les besoins de la Trésorerie ont conduit le ministre des Finances à émettre son emprunt de Défense Nationale

sans plus attendre. En conséquence l'émission de la ville de Paris fut retardée : elle eut lieu le 15 avril 1937.

Section IV. — Le Problème de Trésorerie.

Ce problème est un problème de mouvement des fonds. Il faut éviter une discordance entre les rentrées de fonds et l'utilisation de ces fonds plus ou moins immédiate.

Voici un emprunt de 180 millions, autorisé par décret du 31 mars 1933, que la Ville a contracté pour l'exécution d'un programme de grands travaux hospitaliers. Il est évident que cette exécution va se poursuivre pendant plusieurs années. Dans les premiers mois les dépenses seront assez faibles ; une fois les plans établis on se contentera d'engager les dépenses afin de procéder aux expropriations et démolitions. Malgré les derniers décrets de 1935 et 1936, les procédures d'expropriation sont longues : il va donc s'écouler plusieurs mois avant que l'on ait à payer un mémoire d'entrepreneur, seules de minimes dépenses de mise en route auront provoqué des décaissements. Cependant si la situation de la Trésorerie l'a exigé, l'emprunt aura été réalisé. Il peut donc y avoir une forte perte d'intérêt pour les finances qu'un emploi lucratif de ces disponibilités pourrait seul compenser. Or la Ville n'a pas la faculté de faire travailler ses fonds selon l'exemple des administrations privées.

Cependant il était difficile de se résigner à faire supporter au budget les charges de ces sommes dont l'utilisation n'est pas prochaine. On a essayé de pallier cet inconvénient de deux façons : par le fractionnement des versements au moment de la souscription ; ou par la réalisation fractionnelle du montant de l'emprunt.

Dans le premier cas, au lieu d'exiger du souscripteur le versement intégral du montant de l'obligation on n'en demande que le versement pour partie, en se réservant de faire verser le surplus à des dates ultérieures sous peine de déchéance au cas de non-exécution.

Le grand avantage du procédé est de laisser à l'épargne le temps de se reconstituer. Ne faisant appel qu'à de l'argent frais, il évite ou du moins diminue les arbitrages. Mais, malgré la sanction, il comporte un aléa dans le recouvrement des parts non versées ; ce recouvrement est d'autant plus hypothétique que le premier versement est plus modique et donne droit néanmoins de participer aux avantages de l'emprunt. La Ville de Paris a émis en 1912 un emprunt de 205 millions divisé en obligations de 300 francs libérables en 12 versements, le premier de 10 francs, effectué au moment de la souscription (21 mai 1912), donnant droit à la participation au premier tirage. Ce tirage fixé au 5 juillet 1912, comportait 42 lots, dont un de 200.000 francs, un de 10.000 francs, 5 de 1.000 francs et 35 de 500 francs, et se trouvait antérieur au deuxième versement. Le vice du système apparaît maintenant : de par la modicité du premier versement l'emprunt est devenu pour bien des souscripteurs une loterie et, en fait, un grand nombre de versements n'ont pas été effectués au terme de septembre.

On peut échapper à cet inconvénient en élevant le montant du premier versement. L'emprunt de 1.500 millions émis en 1919 était divisé en obligations émises au prix de 480 francs libérables en 5 versements, le premier de 80 francs, les autres de 100 francs.

Mais on ne peut échapper à la complexité du règlement de compte intervenant à chaque versement entre la

Ville et les souscripteurs. Il faut prévoir la déduction du montant des versements successifs des intérêts acquis au titre des versements antérieurs. Au cas de défaillance lors de l'un des versements, il est généralement prévu des intérêts de retard à la charge du porteur ; enfin, un certain temps après la date du dernier versement, la Ville se réservait de vendre en Bourse les titres non entièrement libérés. En outre, les versements successifs s'échelonnant sur un temps assez long, il était nécessaire de délivrer aux souscripteurs des titres provisoires munis de coupons. Ces titres provisoires étaient échangés contre des titres définitifs au moment de la libération définitive. Il résultait de tout cela une grande complication dans le mécanisme ; l'importance croissante des emprunts ne pouvait conduire qu'à l'abandon de ce système.

Celui qui lui fut substitué consiste à fractionner l'émission de l'emprunt au lieu de fractionner le versement du montant de chaque obligation. Cela suppose que l'on puisse faire masse de plusieurs emprunts pour déterminer le montant d'une émission. Or, de par son activité multiple la Ville de Paris exécute plusieurs opérations gagées sur fonds d'emprunt. Ainsi entre autres opérations, elle a poursuivi simultanément l'exécution d'un programme de constructions immobilières, l'exécution de travaux de premier établissement de la Société du Gaz de Paris, des travaux de premier établissement dans les usines de traitement des ordures ménagères, l'aménagement de la Cité Jeanne-d'Arc, etc. Chacune de ces opérations est l'objet de diverses comptabilités : engagement des dépenses, ordonnancement et paiement. Il est possible de déterminer approximativement l'échelonnement dans le temps des paiements à effectuer ; et pour chaque

échelon le montant des sommes nécessaires pour faire face aux dépenses probables dans la période envisagée. On ne réalisera donc pour chaque emprunt qu'une fraction égale au montant des besoins prévus et on groupera dans une même émission les fractions d'emprunt correspondant à une opération déterminée. Il n'y aura donc plus un emprunt pour les constructions immobilières, un emprunt pour l'aménagement de la Cité Jeanne-d'Arc, mais l'emprunt de 720 millions de l'année 1935 comprenant des fractions de chacun des emprunts sus-visés. L'opération a donc été présentée ainsi ¹ :

La Ville de Paris émet un emprunt de 720 millions de francs en capital nominal dont le produit sous déduction préalable des frais d'émission, sera affecté au règlement des dépenses gagées sur les emprunts ci-après et dans l'ordre suivant :

1^o Emprunt de francs : 22.000.000, fraction de l'emprunt de 48.000.000 de francs, autorisé par délibération du Conseil municipal du 9 juillet 1931 et par décret en Conseil d'État du 11 décembre 1931 pour exécution de travaux de premier établissement de la Société du Gaz de Paris.

2^o Emprunt de francs : 13.700.000, autorisé par délibération du Conseil municipal du 22 mars 1932 et par décret en Conseil d'État du 12 décembre 1932 pour exécution de travaux complémentaires de premier établissement dans les usines de traitement des ordures ménagères.

3^o Emprunt de francs : 125.000.000, autorisé par délibération du Conseil municipal du 29 décembre 1934 et par décret en Conseil d'État du 18 juin 1935 pour combler le déficit budgétaire de l'exercice 1934.

4^o Emprunt de francs : 15.590.580, autorisé par délibération du Conseil municipal du 29 décembre 1933 et

1. Extrait du Cahier des Charges de l'emprunt de 720 millions.

par décret en Conseil d'État du 22 décembre 1934 pour opérations de constructions à édifier sur l'emplacement de la Cité Jeanne-d'Arc.

5° Emprunt de francs : 25.573.000 autorisé par délibération du Conseil municipal du 23 décembre 1932 et par décret en Conseil d'État du 24 mai 1934 pour l'agrandissement du columbarium de l'Est et l'aménagement du cimetière de Thiais.

6° Emprunt de francs : 18.323.777.59, solde de l'emprunt de 578.324.000 francs, autorisé par délibération du Conseil municipal du 7 juillet 1930 et par décret en Conseil d'État du 9 août 1930 pour construction de logements à édifier par l'Immobilière-Construction de Paris et constituant la première tranche des travaux exécutés par la Société Anonyme de Gestion Immobilière (S.A.G.I.).

7° Emprunt de francs : 8.000.000, autorisé par délibération du Conseil municipal du 7 juillet 1930 et par décret en Conseil d'État du 9 août 1930 pour dépenses entraînées d'une part, par les substructions complémentaires nécessitées par la construction de logements, visée au § 6° et d'autre part par la mise en état de viabilité des voies publiques bordant les terrains, autres que ceux de la fortification, mis à la disposition de la Société.

8° Emprunt de francs : 85.071.000, fraction de l'emprunt de 417.315.400 francs, autorisé par délibération du Conseil municipal du 19 décembre 1930 et par décret en Conseil d'État du 9 juin 1931 pour construction de logements à édifier par l'Immobilière-Construction de Paris et constituant la deuxième tranche des travaux exécutés par la Société Anonyme de Gestion Immobilière (S.A.G.I.).

9° Emprunt de francs : 8.500.000, autorisé par délibération du Conseil municipal du 19 décembre 1930 et par décret en Conseil d'État du 9 juin 1931 pour dépenses entraînées d'une part, par les substructions complémentaires nécessitées par la construction de logements visée au § 8° et, d'autre part, par la mise en état de viabilité

des voies publiques bordant les terrains, autres que ceux de la fortification mis à la disposition de la Société.

10° Emprunt de francs : 5.915.000 fraction de l'emprunt de 192.745.760 francs, autorisé par délibération du Conseil municipal du 29 décembre 1930 et par décret en Conseil d'État du 3 juillet 1931 pour construction de logements à édifier par un groupe d'entrepreneurs ayant ultérieurement constitué la Compagnie parisienne d'Entreprise et de Gestion (C.P.E.G.).

11° Emprunt de francs : 3.845.000, autorisé par délibération du Conseil municipal du 29 décembre 1930 et par décret en Conseil d'État du 3 juillet 1931 pour dépenses entraînées d'une part, par les substructions complémentaires nécessitées par la construction de logements visée au § 10° et, d'autre part, par la mise en état de viabilité des voies publiques bordant les terrains, autres que ceux de la fortification, mis à la disposition de la Société.

12° Emprunt de francs : 20.825.000, fraction de l'emprunt de 192.745.760 francs, autorisé par délibération du Conseil municipal du 29 décembre 1930 et par décret en Conseil d'État du 3 juillet 1931 pour construction de logements à édifier par le groupe Bancel, ayant constitué ultérieurement la Société de Gestion des Immeubles Municipaux (S.G.I.M.).

13° Emprunt de francs : 3.845.000, autorisé par délibération du Conseil municipal du 29 décembre 1930 et par décret en Conseil d'État du 3 juillet 1931 pour dépenses entraînées d'une part, par les substructions complémentaires nécessitées par la construction de logements visée au § 12° et d'autre part, par la mise en état de viabilité des voies publiques bordant les terrains, autres que ceux de la fortification, mis à la disposition de la Société.

14° Emprunt de francs : 62.000.000, autorisé par délibération du Conseil municipal du 12 juillet 1934 et par décret en Conseil d'État du 12 septembre 1935 pour faire face aux dépenses supplémentaires de consolidation de carrières, décapage de terrains et substructions complé-

mentaires entraînées par l'exécution d'un programme de construction de 20.000 logements, ainsi qu'au remboursement aux Sociétés concessionnaires des charges financières qui leur ont été indûment imposées par suite de l'imputation provisoire d'une partie de ces dépenses sur les forfaits de construction.

15° Emprunt de francs : 10.000.000, autorisé par délibération du Conseil municipal des 30 décembre 1927 et 28 décembre 1934, et par décrets en Conseil d'État des 18 décembre 1929 et 10 septembre 1935 pour la modernisation des hôpitaux de l'Assistance publique (opération rattachée à l'agrandissement de la Faculté de Médecine sur les terrains de l'Hôpital de la Charité).

Et 16° Pour le reliquat, une fraction de l'emprunt de 580.000.000 francs, autorisé par délibération du Conseil municipal des 8-9 avril 1933 et par décret en Conseil d'État du 18 février 1934 pour exécution de travaux de superstructure de la Compagnie du Chemin de fer Métropolitain.

Ce mécanisme permet ainsi de n'appeler les fonds que selon les besoins présumés. Il comporte une grande simplicité de réalisation, supprime tout compte envers les porteurs, toute difficulté envers l'Administration fiscale, notamment au sujet du calcul de l'impôt de transmission sur les titres au porteur. Il suffit de tenir à jour un tableau de réalisation des emprunts autorisés. Il intervient toute fois une complication pour l'établissement du plan d'amortissement, les durées des emprunts particuliers n'étant pas forcément les mêmes, mais cette complication est purement interne. On établit le plan d'amortissement pour chacune des fractions d'emprunts réalisés ; chaque annuité partielle est donc déterminée en fonction du montant de la fraction d'emprunt correspondante et de sa durée ; l'annuité correspondante à l'emprunt global est la somme des annuités partielles.

La cadence de l'amortissement ne sera pas uniforme : elle sera plus accélérée que celle des emprunts ordinaires à annuités constantes de même durée (c'est-à-dire en fait de la durée maxima). Il pourra en outre y avoir des ajustements à opérer sur les amortissements qui seront effectués sur un emprunt déterminé. Ce mécanisme n'intéresse pas le public ; il n'a aucune influence sur les rapports entre la Ville et les porteurs et ceux-ci l'ignorent dans la plupart des cas.

Toutefois il faut bien remarquer qu'on ne saurait établir une juste concordance entre les réalisations et les besoins. On évite simplement des écarts trop grands ; il ne serait d'ailleurs pas de bonne administration de serrer les prévisions de très près, comme pour l'établissement des documents budgétaires. Ces prévisions ne doivent donner qu'un ordre de grandeur, de telle sorte qu'il n'y ait pas à redouter des embarras de trésorerie. Il est bien évident d'ailleurs qu'au lendemain d'une émission, la Ville dispose d'une masse de fonds assez forte. La perte d'intérêt résultant de l'inactivité de ces disponibilités ou de leur faible rendement est simplement réduite, elle n'est pas supprimée.

Il serait souhaitable, au point de vue des finances publiques, que l'emploi de ces disponibilités puisse être effectué dans des conditions avantageuses, de façon conforme aux pratiques des maisons de banque. Mais il faudrait admettre qu'une collectivité administrative puisse faire occasionnellement acte de commerce : une telle conception heurte trop encore l'interprétation traditionnelle du rôle de l'Administration. Le règlement lui interdit toute activité commerciale, et il ne semble pas que l'esprit — et la lettre — puissent en être modi-

fiés de sitôt. Pour l'instant, les seules opérations possibles résultent du placement en Bons de la Défense Nationale et en Bons du Trésor : cette question n'entre pas dans le cadre de notre exposé.

CHAPITRE II

LA PRÉPARATION TECHNIQUE

Dans le chapitre précédent, nous avons exposé diverses questions dont l'influence sur le succès de l'émission est indirecte : il s'agit en effet de préparer les meilleures conditions possibles, d'attendre ou de créer une atmosphère propice au lancement d'une émission. Mais ce milieu une fois reconnu, la technique intervient directement pour assurer de façon immédiate ce succès. Il faut bien noter que si ces opérations sont exposées ici dans un certain ordre, dans la pratique elles se présentent toutes à la fois. Le temps est très court entre le moment où l'on prévoit la possibilité d'une émission et celui de la réalisation ; il ne s'écoule que quelques semaines, souvent même moins de huit jours, pendant lesquelles il faut régler toutes ces questions de façon simultanée. Tout au plus peut-on dire que l'ensemble des problèmes traités au chapitre précédent se pose de façon permanente, tandis que ceux-ci sont spéciaux à l'émission en vue, la façon de procéder pouvant différer selon les conditions générales que l'on a reconnues.

Si l'on en croit certains critiques, c'est cette phase de la préparation qui donne lieu à de lourdes fautes. M. le Professeur Jèze, dont le jugement sûr supplée à l'expérience personnelle, a fortement dénoncé l'ama-

teurisme des financiers publics, qui par des moyens techniques ont recherché un succès trompeur et font payer lourdement aux contribuables la brillante réputation qu'ils s'assurent. L'éminent professeur qui fut pendant quelques mois, aux débuts de sa carrière, rédacteur à la Préfecture de la Seine (Direction des Finances) n'a certainement pas voulu critiquer les méthodes de la Ville de Paris dont le crédit reste le premier de France, et qui peut s'enorgueillir d'avoir la dette proportionnellement la moins lourde, puisque le taux moyen de revient des 16 milliards de la dette n'atteint pas 5 p. 100. Mais qu'il s'agisse d'émissions d'État ou de Villes, la pratique ou la nature des choses conduisent souvent à agir en tout autre sens que ne l'indiquerait la Doctrine. Nous essaierons de faire valoir les raisons qui militent en faveur de la pratique administrative et à l'encontre de la science des docteurs.

Il est un point indiscutable : le succès d'une émission est d'une importance primordiale pour le crédit de la collectivité et dépasse de beaucoup une question de prestige personnel. Si l'emprunt débute mal, il n'y a aucun artifice qui permette de redresser immédiatement la situation. A l'opposé, et pour des raisons diverses, on peut craindre en cours d'émission un excédent de souscriptions. Dans les deux cas, il est nécessaire de suspendre l'émission. Mais pour prendre une telle décision il importe d'être exactement renseigné sur la marche de la souscription, plus exactement sur la vitesse et sur son accélération : ces termes de cinématique devenus d'usage courant, ont tout à fait leur place ici : nous verrons par quels moyens les indications sont centralisées en vue de suivre pas à pas les progrès de l'émission en cours.

Pour conduire à bien l'émission nouvelle, alors qu'elle n'est pas encore ouverte, on se base nécessairement sur les résultats des opérations antérieures ; l'expérience administrative porte un nom : c'est le précédent. Encore faut-il interpréter rigoureusement les enseignements qui en découlent si l'on ne veut faire acte de routine pure.

L'esprit critique doit toujours s'exercer ; c'est faute de critique éclairée qu'à la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e on se flattait de mesurer le succès d'un emprunt au nombre de fois où il avait été couvert. On se félicitait de pouvoir annoncer qu'un emprunt avait été couvert 20, 30, 40 fois et comme le succès appelle le succès, on préparait ainsi un climat favorable pour les émissions futures. En réalité cela signifiait que l'emprunt avait réussi, rien de plus, cela ne mesurait en rien la réussite ; on était victime de l'interprétation fallacieuse d'une pratique bancaire généralisée, simplement adoptée par tous les « amateurs de finances publiques » de l'époque.

Aussi bien, les emprunts étant moins fréquents qu'aujourd'hui, la durée de souscription excédait rarement une journée. D'autre part, les disponibilités étaient telles que l'émetteur ne pouvait satisfaire toute la demande, et devait prévoir la réduction des fortes souscriptions, les petites souscriptions étant irréductibles, pour permettre la diffusion immédiate de l'emprunt. Par contre, certains banquiers escomptant la psychose moutonnaire qui naît à l'annonce que l'emprunt serait couvert plusieurs fois, prenaient des titres pour leur compte, avec l'intention de les revendre ultérieurement sur le marché avec bénéfice au moment de l'introduction en bourse. Et d'une manière plus générale, sachant que la souscription serait réduite, mais désireux d'avantager leur clientèle, les établisse-

ments de banque étaient portés à exagérer le montant de leur souscription réductible, et cela a eue d'autant moins de gêne financière que le premier versement par titre souscrit était souvent très modique. Ainsi donc, le succès apparent de l'émission avait pour base moins le crédit de l'émetteur que la spéculation bancaire. La liquidation des souscriptions devenait de plus en plus compliquée : en outre un tel système ne devenait plus pratique dès que la souscription aux emprunts s'étendait sur plusieurs jours. Aussi la Ville a-t-elle renoncé à ce procédé.

La réalisation d'une émission soulève plusieurs difficultés qui tiennent aux qualités du titre lui-même (S. I) ; au marché financier (S. II) ; enfin au choix des guichets de souscription (S. III). Enfin la fixation de la date de l'ouverture de l'émission est affaire délicate que l'on résout au dernier moment (S. IV).

SECTION I. — Le Type du titre. Les Caractéristiques.

Supposons qu'à la suite de l'examen des conditions générales du marché, on ait décidé de faire appel au marché à long terme. Il va falloir choisir maintenant le type du titre qui est susceptible de satisfaire les préférences du moment des souscripteurs, et d'y attacher les avantages nécessaires au succès rapide de l'émission.

Une vieille controverse aurait pu s'ouvrir sur le point de savoir s'il convenait d'unifier le type de la dette ou de s'en tenir au système de la pluralité des types d'emprunt. Mais cette question n'a aucun intérêt pratique. Le bouleversement économique pendant et après la guerre s'est manifesté par une variation incessante du loyer de l'argent : comment prétendre alors emprunter à un même

taux. D'autre part, l'unification des taux et l'unification de la dette sont choses différentes : le taux d'intérêt n'est qu'une caractéristique du type, entre bien d'autres, tels que le prix de l'émission, la durée de l'emprunt, etc... En réalité chaque emprunt a sa physionomie propre ; mais il est possible de grouper les emprunts en quelques types, chacun présentant des variantes secondaires.

Pour le prêteur, les caractéristiques principales d'un titre sont le taux d'intérêt et le prix d'émission ; les immunités fiscales, les primes de remboursement et éventuellement les lots, le montant nominal de chaque obligation, le nombre de coupons, les dates d'échéances et des tirages, etc... Dans un premier paragraphe, nous allons étudier chacun de ces points, en indiquant pour chacun d'eux, la position prise par l'Administration ; puis dans un deuxième paragraphe, en une sorte de synthèse, nous exposerons comment se présente en pratique la préparation de l'emprunt.

I. — ÉTUDE ANALYTIQUE DES CARACTÉRISTIQUES D'UN TITRE

On peut grouper les caractéristiques d'un titre sous cinq rubriques :

1° Le montant de l'emprunt, le taux et le prix d'émission, ces derniers constituant des avantages immédiats au moment de la souscription ;

2° Produits financiers : primes de remboursement et lots ;

3° Les avantages fiscaux divers ;

4° Les garanties diverses soit quant au service (gage), soit quant au remboursement (inconversion) ;

5° Enfin celles qui influent sur la présentation extérieure du titre : montant de la coupure, nombre des coupons, dates des échéances et des tirages.

1° *Les avantages réalisables au moment de l'emprunt.*

Montant de l'emprunt. — La détermination du montant à réaliser ne présentait aucune difficulté particulière lorsqu'une émission correspondait à une opération bien déterminée. On lançait l'emprunt pour son montant intégral, si les disponibilités du marché le permettaient ; sinon, ou bien on émettait des obligations libérables en un ou deux versements supplémentaires ; ou bien on réalisait l'emprunt en plusieurs tranches ; enfin on pouvait combiner les deux procédés.

Mais dès l'instant que l'on fractionne l'émission des emprunts de façon à ne réaliser que pour faire face aux besoins prévisibles, la détermination du montant à émettre n'est pas aussi simple. Il faut établir, d'après les renseignements de détail à fournir par les services intéressés, un tableau des opérations en cours financées par des emprunts qui ne sont réalisés que pour partie, et des opérations nouvelles à financer par des emprunts nouveaux. La limite supérieure de l'émission est la somme des restes à réaliser. La limite inférieure sera obtenue par la somme des dépenses non couvertes relatives à chaque opération et venant à échéance à une époque déterminée. Le montant de l'emprunt pourra être fixé entre ces deux limites, selon les dispositions du marché. Pour fixer les idées on peut dire que l'écart entre ces deux limites pour un emprunt de l'ordre de un milliard, est de l'ordre de grandeur de 200 à 400 millions.

Si le montant net à produire est connu un peu à l'avance,

par contre le montant nominal définitif de l'emprunt est arrêté dans les derniers jours, au moment où va s'ouvrir la souscription, parce que c'est seulement à ce moment qu'on connaît le prix d'émission.

Soit par exemple un emprunt devant produire un milliard net. Nous allons voir pour quelles raisons on n'émet pas au pair, et comment se détermine le prix d'émission. Supposons que ce prix soit 925 francs pour une obligation de 1.000 francs. Ces 925 francs ne sont pas nets pour la Ville, il faut encore déduire les frais d'émission pour lesquels un maximum est imposé par le Conseil municipal. Nous pouvons estimer ces frais à 25 francs par titre, d'où un produit net de 900 francs par obligation. En conséquence, le montant nominal de l'emprunt sera fixé à 1.100.000.000 francs, en chiffres ronds.

Mais le montant du produit net ne sera connu qu'après la réalisation de l'emprunt : il est impossible de déterminer exactement à l'avance les frais d'émission et nous verrons que même les taux des commissions sont susceptibles de varier en cours d'émission. Lorsque ce montant net sera déterminé il conviendra d'en effectuer la répartition entre les diverses fractions d'emprunt ; il est procédé à ces opérations dans un délai prévu au cahier des charges de l'emprunt de deux ou trois mois environ à partir de l'ouverture de l'émission publique.

Taux d'intérêt et prix d'émission. — La doctrine a pris nettement position sur ce point. D'après elle, à un moment donné le taux de l'intérêt est assez bien déterminé sur une place : il n'y a donc pas d'hésitation possible entre plusieurs taux. Si le loyer de l'argent à long terme ressort au chiffre très voisin de 5 p. 100, il faut émettre l'emprunt à

5 p. 100 et au pair. Il n'y a aucun intérêt à masquer ce taux si on le trouve élevé — signe pour certains d'un affaiblissement de crédit — par une émission à 80 francs à 4 p. 100.

M. le Professeur Jèze s'est élevé contre la pratique des ministres des Finances qui, en émettant à des taux inférieurs au taux réel, recherchaient dans le succès de l'emprunt une occasion d'affermir leur prestige aux dépens du crédit du pays ; il a critiqué l'émission au-dessous du pair en faisant valoir que le procédé retarde les possibilités de conversion, et surtout que si l'État paie ainsi un intérêt moindre, il assume pour l'avenir une charge de remboursement plus lourde, ce qui entraîne — au cas des emprunts de longue durée — une répartition inéquitable des charges entre les générations présentes et futures ¹.

Ces derniers arguments n'ont qu'une valeur toute théorique en ce qu'ils séparent artificiellement le paiement de l'intérêt et le remboursement de l'emprunt. Or, en fait, ces deux éléments sont liés de façon indissoluble : leur total — qui est l'annuité d'amortissement — est la charge de la dette ; c'est de ce total seul que se préoccupent les praticiens dans leurs calculs.

Si l'amortissement est fantaisiste, l'observation de M. Jèze conserve toute sa portée — mais elle ne saurait fonder une conclusion d'un caractère général. Si l'amortissement obéit à la loi appliquée aux emprunts d'État, l'annuité est constante et par suite il n'est pas question de rejeter partie de la charge sur les générations futures. D'autre part, cette charge budgétaire, qui est constante, est la même, quel que soit le taux d'émission si le prix

1. *Technique du Crédit public*, chap. III.

d'émission lui correspond, c'est-à-dire si le taux de revient est le même et si la somme totale d'argent qui entre dans les caisses est la même.

La véritable objection aux émissions en dessous du pair — impliquant par là même un moindre taux d'intérêt nominal — est de retarder la possibilité de conversion.

Au surplus, cette doctrine semble supposer que l'emprunteur a la parfaite liberté de choix de son prix d'émission : la pratique pourrait confirmer ce point de vue si, par exemple, une société nouvellement constituée agissait de la sorte pour le lancement de son premier emprunt. Il lui serait possible en effet d'hésiter entre un titre de 80 francs au taux de 4 p. 100 et un titre émis au pair à 5 p. 100. Mais, dès la seconde émission et quelle que soit la solution adoptée, il ne lui serait pas possible de se décider avec la même liberté d'esprit : elle serait tenue par les cours de son premier titre.

La Ville de Paris se trouve placée dans des conditions tout à fait différentes : ce n'est ni un ni deux emprunts municipaux qui sont cotés en bourse, mais plusieurs emprunts de plusieurs types différents. Ces obligations émises de 1871 à nos jours, ont été contractées forcément à des taux différents allant de 2 3/4 à 6 p. 100. En pratique, on peut les grouper en quelques types, mais ces types ont leur marché, plus ou moins étendu selon le nombre des obligations encore en circulation. Et il peut y avoir intérêt à adopter un type existant de préférence à un autre dont le marché est alourdi.

Par ailleurs, il est bien rare que le taux réel pour une émission au pair soit exactement de 3 ou 4 ou 5 p. 100 : il peut être fixé à des chiffres intermédiaires. Si ces taux sont de 3 1/2 ou 4 1/2, aucune difficulté ne s'oppose à les

adopter pour le nouvel emprunt puisque ces types existent déjà, mais il n'en est pas de même pour des taux de 4,30 ou de 4 3/4. De tels taux, qui ne sont pas dans les habitudes du marché, ne sauraient être facilement acceptés. Certes, on peut les rencontrer dans des relations entre particuliers, on les trouve dans les traités de gré à gré, passés par la Ville de Paris : cette dernière, par exemple a contracté, en 1932, auprès de la Caisse de Crédit municipal un emprunt de 10 millions au taux de 5,30 p. 100. Mais pour une émission publique, de tels taux sont en dehors des habitudes : il faut choisir entre un 5 p. 100 et un 5 1/2, ou il faut en conséquence modifier les autres caractéristiques de l'emprunt. Or, nous verrons qu'il n'est pas facile de manipuler l'importance des lots ni les avantages fiscaux, de telle sorte que l'on est conduit à choisir un prix qui ne soit pas le pair.

Si l'on doit choisir entre le 5 1/2 et le 5 p. 100, il se peut que le 5 1/2 p. 100 soit à 1030 et le 5 p. 100 à 970 : dans ce cas, on est obligé de créer un titre de 5 p. 100 comportant une prime d'émission de 30 francs, — le lancement d'un 5 1/2 à 1.030 n'étant pas dans les usages en ce qui concerne les obligations.

Il est intéressant de noter une certaine évolution de la doctrine sur ce point. Marchall a bien posé le problème lorsqu'il a déclaré ¹ : « Un point paraît certain : l'État qui « veut placer des titres est lié aux conditions du marché. « Il doit, s'il veut le succès complet de son opération, « tenir compte de l'existence du taux réel, courant et « unique d'intérêt ». Il spécifie aussitôt que ce taux unique est le taux d'intérêt pur ; or, les taux variés pratiqués en

1. Marchall, Les émissions des emprunts au-dessous du pair, *Revue Eco.-Pol.*, 1933.

bourse sont la somme de ce taux pur et d'une prime destinée à couvrir certains risques (entre autres le risque de non-remboursement). Il apparaît donc que la doctrine ne parle pas la langue de la bourse : elle se place au point de vue de la finance pure pour critiquer l'action administrative. Dès qu'elle revient aux réalités pratiques, si elle maintient son hostilité de principe, du moins son jugement est-il plus nuancé. Parfois, elle reconnaît l'utilité de ces emprunts « dans les époques de crise où l'État, à court d'argent, cherche à attirer les capitaux privés... « Un taux élevé donnera des services mais sera insuffisant. Seule une prime atteindra le but sans avoir recours à des mesures dangereuses comme l'emprunt forcé ¹ ».

M. le doyen Allix demande si, mathématiquement, l'État a bénéfice à émettre au-dessous du pair : la réponse dépend de la date de remboursement et des variations du loyer de l'argent dans cet intervalle ². D'ailleurs, si l'on pouvait prévoir les mouvements de taux de l'intérêt afin de fixer la date de remboursement, bien des objections tomberaient ¹.

Nous voici déjà loin de la condamnation formelle de Leroy-Beaulieu ; mais si l'on pèse les avantages et les inconvénients, ceux-ci semblent plus lourds encore.

Cependant la pratique administrative en juge tout autrement. Pour répondre à la complexité des situations du marché financier, elle a dû instituer plusieurs modalités de prime. En dehors de la prime d'émission, elle a créé la prime de remboursement : le titre émis au pair à 1.000 sera remboursable à 1.500 par exemple. On peut égale-

1. Marchall, *op. cit.*

2. Allix, *Traité élémentaire de Finances*, éd. 1931, p. 893.

ment combiner les deux primes : un titre 4 p. 100 sera émis à 950 francs et remboursable à 1.400 francs. Cette pratique de la prime de remboursement fréquente dans les emprunts de l'État ne se rencontre pas dans les émissions de la Ville de Paris ¹.

L'avantage de cette combinaison n'est pas, comme le déclare M. le Professeur Jèze, d'alléger le budget pendant les premières années de l'emprunt aux dépens des budgets futurs qui seuls auraient la charge de l'amortissement. Avec le procédé de l'amortissement par annuités constantes, la charge est constante et elle comprend une part d'intérêts, une part de remboursement, une part de prime : la décomposition de cette somme en ses trois termes est indifférente. Le seul bénéfice est de faire ressortir un taux d'intérêt plus bas qu'il ne serait raisonnable — résultat superficiel car il ne touche pas les gens qui savent calculer.

Précisons en prenant pour exemple l'emprunt d'État 4 p. 100 1934 au nominal de 1.000 francs, remboursable en cinquante ans à 1.400 francs, il a été émis au prix de 950 francs. La prime d'émission est de 50 francs, la prime de remboursement de 400 francs : en fait le porteur voit une prime totale de 450 francs. Le taux de placement pour le souscripteur ressort ainsi à 5,12 p. 100 : on pouvait donc offrir un 5 p. 100, émis à 981 francs et remboursable au pair (1.000 francs), ce qui était beaucoup moins compliqué. Mais la combinaison choisie est un 4 p. 100, qui fait paraître un taux de l'argent moins tendu — alors que dans

1. Il vient d'en être fait une application dans un emprunt récent du département de la Seine 6 p. 100 1937 émis à 945 et remboursable à 1.100 francs dans quinze ans. On peut citer toutefois l'emprunt municipal de 1910, 45 millions dont les obligations au nominal de 400 francs sont remboursables à 430 francs.

les deux cas l'intérêt effectif, compte tenu des primes de remboursement est le même. En outre, — et c'est ce que M. Marchall a noté dans l'article précité — dans une période où l'argent ne s'offrait pas facilement, on l'attirait par une prime de remboursement élevée. Cela prouve qu'on ne peut rien décider, en matière d'émission, sans penser au caractère psychologique de l'opération à l'étude.

Il est curieux de noter d'ailleurs que dans cet exemple l'intérêt annuel de 40 francs pour un titre qui sera remboursé à 1.400 francs est en réalité de $\frac{4}{1,4} = 2,85$ p. 100.

Ce taux très inférieur à 4 p. 100 est masqué en partie parce qu'on a conservé la fiction du nominal de 1.000 francs ; ce taux aurait probablement inquiété l'épargne parce que trop éloigné des taux pratiqués, la tendance se trouvait suffisamment marquée par le taux de 4 p. 100.

Il faut toutefois noter que, à l'inverse de la prime d'émission, la prime de remboursement n'a aucun effet direct sur le taux nominal de l'intérêt, en ce sens que ce ne sont pas deux grandeurs variant en fonction l'une de l'autre : un 4,50 p. 100 remboursable à 150 p. 100 émis au pair est un 3 p. 100 émis à 66,67. La prime de remboursement est un avantage spécial, indépendant, attaché à l'emprunt. Indirectement, elle contribue à diminuer le taux effectif de l'intérêt ; mais elle présente plutôt le caractère d'un produit du capital, et en ce sens, elle se rapprocherait des lots ¹.

2° *Les produits financiers : les lots.* — La doctrine est encore unanime à condamner la pratique de la loterie et par voie d'extension des emprunts à lots, pour des raisons

1. A noter cependant que le droit fiscal y voit un intérêt différé.

tirées principalement de la moralité. Elle reproche à la loterie d'introduire dans les mœurs une agitation fiévreuse et de l'y maintenir, agitation résultant de l'espoir d'un gain illégitime qui ne serait pas dû au travail.

Puis précisant ces critiques, elle attaque le système lui-même, qui est « une forme d'escroquerie publique ¹ ». En ce qui concerne les emprunts à lots le fondement du mécanisme est que l'espoir d'un gain important incite le prêteur à consentir un intérêt moins élevé. L'emprunteur peut donc consacrer une partie de ce qu'il économise ainsi au paiement des lots, le reste constituant un profit net.

Le troisième reproche consiste à remarquer que ce procédé ne permet pas une répartition équitable des charges qui se trouvent reportées sur les contribuables futurs. La dette étant amortie au moyen d'annuités constantes, la part de l'annuité représentant les intérêts diminue chaque année. Au début de la période d'amortissement, l'économie réalisée sur les intérêts grâce à la loterie peut suffire à payer des lots et à laisser un certain bénéfice ; mais cette marge diminue chaque année, et il vient un moment où l'économie réalisée sur l'intérêt est insuffisante pour le paiement des lots. A ce moment-là, il faut bien payer ces lots sur le produit de l'impôt.

Enfin, dernier reproche, il a été dit que les emprunts à lots ne pourraient jamais fournir des sommes considérables, les capitalistes avertis préférant recevoir un intérêt sérieux que courir les chances d'une loterie ².

Les faits infirment toute cette construction, il suffit de constater les succès des emprunts à lots de la Ville de

1. G. Jèze. *La technique du crédit public*.

2. G. Jèze, *Les emprunts à lots R. S. L. F.*, 1919, p. 54.

Paris. Toutefois, il convient de discuter chacune de ces critiques.

L'objection de moralité, d'abord, semble quelque peu exagérée, appliquée aux emprunts à lots. Toutefois, même en admettant l'assimilation à une loterie, on ne peut que remarquer combien l'engouement du public se calme rapidement. Les tirages de la loterie nationale eux-mêmes — et là il n'est pas question d'intérêt — ne s'effectuent plus avec le même engouement qu'au début, la grande masse du public ne semble pas attacher plus d'importance à ces billets qu'elle n'en apporterait à des tickets de courses par exemple.

Mais ce n'est pas tout : l'objection de moralité nous semble en dehors de la science financière. Il serait évidemment très souhaitable que le milieu économique fut d'une parfaite tenue morale, mais l'amélioration de la moralité n'est pas du ressort de la science économique ni de la science financière. La caractéristique de ces disciplines est d'être amORALES ; elles doivent composer avec le milieu social qui leur est imposé. Ce milieu admet la loterie, les emprunts à lots, de même qu'il révèle l'existence de la fraude fiscale. Dans ces conditions, déplorer l'existence des emprunts à lots ou vouloir en interdire la pratique nous apparaît aussi vain que l'attitude de l'Église interdisant le prêt à intérêt. Et de même qu'il n'y a pas à justifier le profit de l'entrepreneur il n'y a pas lieu de défendre la moralité de cet autre fait économique : l'emprunt à lot. Il est possible que ces emprunts soient inconnus dans certains pays étrangers ; mais ce n'est pas une raison suffisante pour transposer en science financière un problème purement moral.

D'ailleurs cet argument de moralité, sous sa seconde

forme, est lui-même très contestable. Nul doute que si ces émissions à lots eussent été des « escroqueries publiques », elles ne se seraient pas succédé si fréquemment dans l'histoire. Bien d'autres opérations financières — conversions ou dévaluations — ont été qualifiées d'escroquerie : cela relève surtout de la polémique. Mais si l'on ne peut échapper aux effets d'une conversion ou d'une dévaluation, il faut bien remarquer que le public n'est nullement obligé de souscrire à un emprunt. Et le succès de ces emprunts à lots témoigne que le public ne s'estime pas victime d'une machination financière. On peut certes, nous opposer l'ignorance en la matière du petit épargnant. Lorsqu'il s'agit de loterie pure ou déguisée, il s'est souvent laissé prendre à des pièges, attiré soit par la promesse d'intérêts élevés ou de gains extraordinaires. Mais grâce à ces déboires, il a acquis une certaine expérience, aussi les méthodes de « charlatanisme » financier ont dû se perfectionner chaque jour davantage. Or le type de l'emprunt à lots est créé depuis fort longtemps, et n'a subi aucune modification appréciable. Le régime des lots peut varier mais le principe est toujours le même, et c'est là sa justification.

D'ailleurs le législateur s'est prononcé sur cette question de moralité, en limitant le pourcentage des lots. Nous avons vu que la loi du 27 décembre 1927 avait soumis au droit commun, au point de vue de l'autorisation de tutelle, les emprunts à lots de la Ville de Paris, sous la double condition que leur montant soit supérieur à 250 millions et que la moyenne annuelle des lots soit inférieure au taux de 0,40 p. 100 du capital nominal.

Cette réglementation n'a d'ailleurs fait que confirmer la pratique de la Ville de Paris et du Crédit Foncier. Le

tableau suivant établi sur les emprunts émis depuis 1930 fait ressortir le pourcentage des lots qui furent attribués :

EMPRUNTS Ville de Paris.	MONTANT nominal en millions de francs.	MONTANT annuel des lots pendant les 30 premières années.	POURCENTAGE moyen.
V. P. 4 % 1930. . . .	1.950	5.700.000	0,29
V. P. 4 % 1931. . . .	2.500	7.500.000	0,30
V. P. 4,5 % 1932. . . .	1.250	3.600.000	0,29
V. P. 5,5 % 1934. . . .	750	2.400.000	0,32
V. P. 5 % 1935. . . .	720	2.100.000	0,29
V. P. 5,5 % 1937. . . .	900	2.700.090	0,30

Une première remarque s'impose ; le pourcentage de la moyenne annuelle des lots est bien inférieur à son maximum légal : il est très voisin de 0,30 p. 100, qui est le taux admis comme base.

En second lieu, cette moyenne annuelle est celle que l'on constate pour les trente premières années. A partir de ce moment, il intervient un changement dans le régime des lots dont le résultat est d'abaisser encore le pourcentage de la moyenne annuelle : il est attribué un lot de 50.000 francs, un lot de 10.000 francs et trois lots de 5.000 francs par fraction de 50 millions de capital non encore amorti. Cette pratique, suivie par la Ville en dehors de toute obligation légale, pour simple raison d'économie, a en outre pour conséquence de diminuer la probabilité de sortie d'un lot. Enfin elle atténuerait l'importance de cet autre argument invoqué contre les emprunts à lots : du déplacement de la charge des lots sur les générations futures si toutefois cet argument était fondé.

Nous avons rappelé que la doctrine était partie de ce principe : le lot attire le souscripteur qui, dans l'espoir d'un gain, consent un intérêt plus faible à l'emprunteur. Ce dernier, sur la somme économisée sur les intérêts peut

payer les lots pendant les premières années ; mais il arrive un moment où il doit faire supporter cette charge des lots à l'impôt.

Le raisonnement est très logique, mais par malheur les prémisses sont inexacts. Il semble que en finance pure, on se représente trop une émission comme une opération de charlatanisme où un camelot ingénieux cherche à placer une marchandise douteuse dont il soigne bien la présentation.

En pratique ce n'est pas cela. Il est exact que l'on puisse assimiler un emprunt à une marchandise, mais il ne faut pas oublier que cette marchandise a une bourse. Cette bourse est d'ailleurs très différente quant à la mobilité et à la sincérité des cours, des autres bourses de marchandises, et cela à un point tel que l'esprit du public se rencontrant ici avec les aspirations de l'Économie pure, elle est devenue « la Bourse ». Nous avons déjà dit que le prix d'émission du nouvel emprunt était fonction de ces cours de bourse, non seulement des cours des emprunts à lots, mais de l'ensemble des emprunts de la collectivité ou des collectivités similaires. Ainsi donc, il ne peut être question de tromper son public, de placer à des frais moindres ; cette marchandise ne peut être vendue qu'à son prix, nous dirions volontiers à son juste prix, quels que soient les avantages qu'elle présente. La Ville n'est pas maîtresse de son prix de revient, ce dernier, répétons-le, dépend de contingences extérieures : politique, arbitrages... toutes choses que l'on résume en un mot : la Bourse. Elle doit donc donner des avantages équivalents à ses emprunts, et les dépenses sont les mêmes qu'il y ait ou non des lots. Seulement dans le cas des lots, il ne faut pas raisonner sur *le porteur*, mais sur la *masse des porteurs* : autrement dit

lorsque la Ville émet un emprunt à lots, elle donne *les mêmes* avantages à *l'ensemble* des souscripteurs et non à chacun d'eux pris isolément.

Le point de vue du prêteur est différent. Il est certes exact qu'il peut préférer un intérêt moindre et « courir la chance » de toucher un lot, et il faut bien tenir compte de ses réactions pour l'établissement du tableau des lots.

Le tableau des lots comprend deux éléments : le nombre de lots et leur montant annuel.

Ce dernier, ainsi que nous l'avons vu, est de 0,30 p. 100 du montant de l'emprunt : il est donc déterminé mathématiquement. Pour l'emprunt de 900 millions 5,50 p. 100 de mars 1937, le montant annuel des lots est de 2.700.000 francs pendant les trente premières années de l'emprunt.

Le nombre des lots ne peut être fixé de façon aussi mathématique : il faut tenir compte des désirs du public. Toutefois, il est un maximum que l'on ne saurait dépasser : de toute évidence le nombre des lots ne saurait excéder le nombre des titres à amortir au premier tirage.

Nous verrons que, depuis l'emprunt 1929, l'amortissement — au lieu de s'effectuer par voie de tirage au sort individuel — s'effectue par séries de 10 ou de 100 titres. On a décidé de n'attribuer qu'un lot par série afin d'éviter de sembler donner une prime aux gros souscripteurs : le public pourrait penser que ces derniers en achetant une série entière augmentent leur nombre de chances de sortie d'un lot. En conséquence, avec la formule nouvelle, si le premier amortissement doit comprendre 30 séries on ne pourra constituer plus de 30 lots.

Quant à la fixation du montant des lots, elle est faite uniquement en s'inspirant des goûts du public, de ses critiques ou de ses réclamations. Un seul principe directeur

apparaît : le public apprécie les gros lots et les séries de consolation. Une grande variété de combinaisons est donc possible, et à ce point de vue, les diverses formules appliquées à la Loterie nationale sont un exemple connu d'application de cette règle générale. Un certain empirisme préside donc à la détermination de la valeur des lots.

Nous verrons enfin que l'on opère deux tirages par an : il reste donc à répartir les lots en deux tableaux correspondant chacun à un tirage. Ces deux tableaux seront identiques si le nombre des lots le permet. Ainsi pour l'emprunt de 5,50 p. 100 1937, il est réparti 2.700.000 francs en 50 lots, les deux tableaux semestriels sont identiques et comprennent :

1 lot de	1.000.000 francs ;
2 lots de chacun	100.000 francs ;
2 lots de chacun	25.000 francs ;
20 lots de chacun	5.000 francs.

Une telle répartition n'est pas toujours possible. Si le montant de l'emprunt étant inférieur, la somme totale des lots à répartir annuellement est moindre, les deux tableaux ne seront pas identiques. Parfois on pourra leur attribuer le même nombre de lots, mais de valeur différente. Chaque tableau comportera un gros lot et des lots de consolation. Voici par exemple la répartition des lots de l'emprunt de 750 millions (5 1/2 p. 100 1934) :

1 ^{er} TIRAGE		2 ^e TIRAGE	
1 lot de	1.000 000	1 lot de	500.000
1 —	200.000	1 —	100.000
1 —	50.000	1 —	50.000
2 —	20.000	2 —	20.000
10 —	10.000	10 —	10.000
22 —	5.000	22 —	5.000
Total : 37 lots pour 1.500.000		37 lots pour 900 000 francs.	

Si le montant de l'emprunt est encore plus faible, non seulement la valeur des lots différera entre les deux tirages, mais le nombre des lots ne sera pas le même. L'emprunt 5 p. 100 1935 par exemple (720 millions) ne permet d'allouer que 2.100.000 francs aux lots : le premier tirage donne 22 lots pour 1.400.000 francs et le second 16 lots seulement pour 700.000 francs.

3° *Les avantages fiscaux : l'immunité fiscale.* — Les impôts qui frappent les valeurs mobilières sont, outre les droits de succession : l'impôt général sur le revenu, l'impôt cédulaire, les droits de timbre et de transmission ¹.

Tous ces impôts sont des impôts d'État : aucune taxe locale n'atteint les valeurs mobilières émises par les collectivités secondaires. En conséquence le problème de l'immunité fiscale ne se pose pas de la même façon pour la Ville que pour l'État.

Ce dernier n'a qu'un point d'opportunité à voir : il décide en toute souveraineté s'il doit ou non faire bénéficier ses propres titres, ou les titres des autres collectivités de l'exonération de ses propres impôts. De vives controverses se sont élevées à ce sujet : la doctrine est unanime à condamner l'octroi de l'immunité fiscale. Cependant l'exonération des impôts permet d'emprunter à des taux plus faibles : ce que l'État perd en impôts, il le retrouve dans l'allègement des charges et la procédure ainsi simpli-

1. Il convient de mettre à part le prélèvement de 10 p. 100 sur les coupons institué par décret du 17 juillet 1935, auquel ont été soumises les dépenses de la dette antérieures au 17 juillet 1935, — les arrérages des emprunts postérieurs n'y étant pas soumis. D'une part, pour les valeurs d'État ces dispositions sont en majeure partie abrogées et, d'autre part, ce prélèvement exceptionnel qui peut subsister sur les coupons des valeurs émises par les collectivités locales ne présente à aucun degré les caractères d'impôt.

fiée est par certain côté la meilleure. Aussi bien l'État a soustrait ses rentes à certains impôts : taxe de transmission, impôt cédulaire sur le revenu, impôt général également ¹.

La Ville de Paris ne pouvait donc que se substituer au porteur de ses titres pour le paiement des droits d'État. Remarquons que la question ne pouvait se poser pour certains impôts, tels que les droits de succession et l'impôt général sur le revenu, de par le caractère et la nature de ces droits. Mais la substitution était fort possible s'agissant de l'impôt cédulaire et des droits de transmission, de l'impôt sur les primes et les lots, puisque ces impôts sont perçus selon le procédé du stoppage à la source, c'est-à-dire au moment du paiement du coupon, de la prime, ou du lot.

Et en fait la Ville a émis des emprunts nets d'impôts présents et futurs, en ce sens qu'elle conservait la charge des impôts payés à l'État.

Mais l'intérêt de cette exonération a bien perdu de son importance. D'une part, la loi du 20 juin 1920, en vue de favoriser la mise des titres au nominatif, a obligé les Villes et Sociétés à récupérer le droit de transmission sur le porteur. Toutefois, au moment de la conversion du titre au porteur en titre nominatif, la Ville conserve la faculté de supporter le montant de la taxe de transmission dû depuis le dernier coupon.

D'autre part, la loi du 29 décembre 1929 a étendu l'exonération des impôts sur le revenu des valeurs mobilières, sur les primes et sur les lots aux titres émis par les départements et par les communes.

1. Le seul emprunt à long terme qui ait été exonéré de l'impôt général sur le revenu est le 4 p. 100 1925, dit à garantie de change.

Par suite, les seuls impôts dont la Ville puisse éventuellement conserver la charge sont le droit de timbre et le droit de transfert : l'intérêt de la question est donc relativement minime. Depuis la loi de 1920, les emprunts ont été émis demi-net d'impôts, cette formule rapide faisant allusion au droit de transmission dont la charge est laissée obligatoirement au porteur. La Ville fait l'avance au Trésor du montant des droits exigibles. Au moment du paiement du coupon, elle déduit le montant de la taxe de transmission.

4° *Garanties diverses et avantages secondaires.* — Les garanties affectées à un emprunt peuvent venir de diverses sources et s'appliquer à divers objets ; elles peuvent être le fait de l'emprunteur ou de tiers.

L'emprunteur peut garantir le service même de l'emprunt en lui affectant un gage. Il peut aussi garantir le porteur contre un remboursement trop rapide, en s'interdisant de procéder au remboursement intégral de l'emprunt avant une époque donnée.

La Ville de Paris n'a jamais eu à solliciter la garantie des tiers pour le service de ses emprunts. Tout au contraire, maintes Sociétés ont demandé à bénéficier de la garantie d'intérêt, et il est arrivé ainsi à la Ville de suppléer à la carence d'entreprises diverses, voire du pouvoir central, lorsque son crédit était en difficulté. Pour faire face aux charges éventuelles résultant du jeu des garanties, il est d'ailleurs perçu 5 centimes additionnels, créés par délibération du 31 décembre 1931 et décret du 2 juin 1932.

La Ville s'interdit le remboursement anticipé d'un emprunt avant une date déterminée : la détermination de cette période se fait en tenant compte de certains faits.

Notons qu'il ne s'agit pas d'une conversion, mais d'une opération très voisine concourant au même résultat. Par la conversion l'État, en vertu de la loi d'autorisation, émet un nouvel emprunt dont il échange les titres contre les anciens, sauf à rembourser si le porteur le demande. La position est donc très forte : l'État institue un certain délai pour demander le remboursement ; passé ce délai, il est procédé obligatoirement à l'échange effectif des titres.

Une ville ne peut, à moins de loi spéciale, procéder de la sorte. Elle doit rembourser effectivement sa dette. Pour cela, à défaut d'excédents de trésorerie, elle doit émettre un nouvel emprunt. Elle ne le fera donc que si elle y trouve un intérêt solide. Pendant toute la durée de la souscription du nouvel emprunt les obligations nouvelles seront échangées contre les titres anciens dans des conditions de prix, de ristourne, etc., à fixer par les cahiers des charges, et si le porteur refuse l'échange, il sera remboursé. La situation est donc moins forte que celle de l'État tant au point de vue psychologique, qu'au point de vue financier, car la Ville doit avoir en caisse des disponibilités très larges, au cas où l'argent frais n'affluerait pas suffisamment pour permettre les remboursements. C'est pourquoi le terme de conversion ne saurait convenir à cette opération.

Le remboursement anticipé de la dette devant jouer en faveur des finances municipales, la Ville aurait intérêt à pouvoir y procéder dès que possible. Mais si l'on se place au point de vue du porteur, il ne faut pas que la menace de remboursement anticipé se précise dans un temps trop court. Sinon, le porteur n'étant pas assuré d'une certaine stabilité du revenu, s'abstiendra de souscrire, ou limitera sa souscription.

En pratique, la Ville de Paris sait que le taux moyen

de l'ensemble de ses emprunts de longue durée s'établit actuellement entre 4 1/2 et 5 p. 100; et d'autre part elle a quelques indications sur le mouvement général des cours. Si l'emprunt peut être contracté à un taux peu élevé, et si l'on est en période de hausse du loyer de l'argent, il n'y a pas d'inconvénient à consentir un délai de non-remboursement assez éloigné. Au contraire, si la Ville doit faire son émission à des conditions relativement onéreuses, elle se réservera de bénéficier dans un délai plus court des améliorations possibles de l'état du marché. Encore faut-il apprécier ces possibilités délicates et ne jamais perdre de vue que le crédit de la collectivité est en jeu.

Le tableau ci-dessous donne quelques indications sur la pratique suivie à la Ville de Paris, il montre qu'il n'y a pas de règle absolue en la matière : la détermination de cette période dépend de l'appréciation du mouvement probable du taux d'intérêt à l'époque de l'emprunt.

EMPRUNTS		TAUX d'intérêt.	DATE d'émission.	DURÉE de la période d'inconversion.
350.000.000	1928	5 $\frac{0}{0}$	Décembre 1928	3 ans
2.300.000.000	1929	4 1/2 $\frac{0}{0}$	Avril 1929	4 ans 1/2
176.300.000	1930	4 $\frac{0}{0}$	Avril 1930	5 ans
1.950.000.000	1930	4 $\frac{0}{0}$	Juillet 1930	10 ans
2.500.000.000	1931	4 $\frac{0}{0}$	Décembre 1931	4 ans
1.250.000.000	1932	4 1/2 $\frac{0}{0}$	Décembre 1932	4 ans
750.000.000	1934	5 1/2 $\frac{0}{0}$	Mars 1934	4 ans 1/2
390.000.000	1934	5 $\frac{0}{0}$	Décembre 1934	5 ans
720.000.000	1935	5 $\frac{0}{0}$	Octobre 1935	4 ans
900 000.000	1937	5 1/2 $\frac{0}{0}$	Avril 1937	3 ans 1/2

Enfin des avantages secondaires peuvent être attachés aux obligations municipales, analogues à ceux dont jouissent les titres d'État. Les valeurs de la Ville sont admises aux avances de la Banque de France; elles peuvent être acquises pour le compte des incapables; elles peuvent être

l'objet d'emplois ou de remplois, non de plein droit comme les titres d'État, mais en vertu de dispositions spéciales du contrat de mariage ¹. Mais ce sont là des mesures générales échappant totalement à la décision de la Ville.

Par ailleurs l'État, seul juge de cette question, est guidé par deux directives : donner à ses propres valeurs le plus d'avantages possibles ; et surtout maintenir sur le même plan les grandes collectivités secondaires et ne pas accorder à une ville un régime préférentiel qu'il serait plus ou moins obligé d'octroyer par la suite à une autre. C'est pourquoi la Ville de Paris est placée sur le même plan que les autres communes bien que son crédit lui eût permis de bénéficier des avantages consentis aux titres de l'État.

5° *Montant de l'obligation*. — Les divers éléments que nous avons passé en revue sont concrétisés en quelque sorte dans le papier de valeur lui-même : c'est une question intimement liée au problème de la fabrication matérielle du titre (V. *infra*, p. 181).

Mais avant de passer à ce stade, encore faut-il connaître d'autres détails : le montant nominal d'une obligation, le nombre des coupons et les dates d'échéance de ces coupons.

La détermination du montant du titre est régie en France et particulièrement à Paris, par le principe dit de la « démocratisation de la rente ». Étant donné les habitudes du public qui est porté à acquérir des fonds publics

1. La question du remploi a fait l'objet de développements très approfondis dans le *Traité-Formulaire des titres nominatifs* de M. Juliot, ancien chef du Service des Titres de la Ville de Paris.

avec de faibles sommes, on est obligé d'émettre des titres de faible montant.

Somme toute, il y a là une conséquence de la tendance française à la constitution de l'épargne ; à côté du bas de laine se trouve aussi le paquet des valeurs d'État ou des grandes collectivités dont la formation a été encouragée par les Pouvoirs publics. A l'étranger, et surtout dans les pays anglo-saxons, la mentalité est tout autre. Le public constitue de gros portefeuilles dont il laisse le plus souvent la gestion aux banques et qui se modifient par grosses masses contrairement à ce qui se passe en France. Par suite, pour les emprunts émis à l'étranger, il est indiqué d'émettre de grosses coupures : 500 dollars ; 1.000 florins ; 100 livres, etc... Nous verrons qu'en France les coupures de moyenne importance n'ont pas eu la faveur du public.

L'avantage d'une émission de petites coupures est d'assurer au marché une certaine étendue et, par contre-coup, d'éviter une trop grande instabilité des cours. Par contre, cela nécessite un matériel plus important pour l'impression et la conservation des titres, pour les tirages et pour l'émargement des coupons.

En pratique après la guerre de 1871 on émit des coupures de 500 francs. Mais ce montant nominal paraissant aux petites bourses un peu trop élevé, on a décidé de créer des fractions d'obligation de 100 francs ; ce furent donc des cinquièmes ou des quarts si la coupure initiale était de 400 francs. D'ailleurs « les quarts » devinrent le terme générique : on eut des quarts de 125 francs.

Pour des emprunts de faible montant total, il était encore possible de créer ces faibles coupures : mais les gros emprunts de 1919 et 1921 — 1.500 et 1.800 millions — ont montré l'impossibilité matérielle de continuer à opérer

de la sorte, et l'on revint aux « unités » de 500 francs. Ce fut encore insuffisant et nous dirons plus loin pourquoi.

Après la dévaluation de 1926-1928 l'emprunt de 350 millions qui suivit — 5 p. 100 1928 — fut émis sous forme d'obligations à 1.000 francs, soit 200 francs-or : la formule remporta un succès certain.

Pour des emprunts de montant plus important on se devait néanmoins de créer un titre d'un montant plus élevé. Pour écarter tout arbitraire dans cette détermination on a établi la moyenne des titres demandés par un souscripteur aux guichets de la Caisse municipale — en laissant de côté les autres guichets de souscription. — Cette moyenne oscillant de 4 à 7 titres, on a espéré pouvoir créer un titre de 4 à 7 fois mille francs, soit un de 5.000 francs pour garder un chiffre rond, avec pour coupures les titres de 1.000 francs. Pour éviter une grande instabilité dans les cours des titres de 5.000 francs, il fallait, d'autre part, créer un nombre suffisant de ces titres : leur écoulement cependant en fut assez pénible. La formule n'ayant rencontré le succès qu'on en espérait, il était indiqué d'en rester au chiffre de 1.000 francs. La formule du titre de 2.000 ou 2.500 francs aurait peut-être été préférable. A ce sujet, remarquons qu'ici encore on est lié par les habitudes du marché. On peut concevoir des titres de 1.000, 5.000, ou 10.000 francs ; on ne saurait concevoir des valeurs intermédiaires : 2.000, 2.500, ou 7.500 francs. Au point de vue de la psychologie boursière, ce ne sont pas des chiffres, ce sont des cotes mal taillées. • Il y a là un exemple d'impondérables dont il faut cependant tenir compte bien qu'on ne les explique pas. D'ailleurs avec l'emprunt départemental de 1937, le titre de 5.000 francs a été accepté par le public sans résistance

aucune : la formule est maintenant entrée dans les mœurs.

En ce qui concerne le nombre des échéances et leur date, on doit concilier à la fois les préférences du public et les nécessités administratives.

Un trop grand nombre d'échéances annuelles a pour conséquences de minimiser la valeur du coupon. Le public aura donc à se déranger souvent pour toucher chaque fois un coupon de faible importance¹ : dans ces conditions les coupons ne sont pas présentés à leurs échéances respectives exactes et le porteur bloque 2 ou 3 coupons avant de se faire payer. Nous verrons que les coupons font l'objet d'un émargement, opération de contrôle comptable délicate et coûteuse ; l'intérêt commande donc de ce point de vue de réduire aussi le nombre des échéances. Il a été observé que le petit capitaliste français apprécie beaucoup que les intérêts lui soient versés tous les six mois². Aussi le rythme exclusivement adopté est de deux échéances semestrielles d'intérêt.

Le choix de la date d'échéance relève uniquement de l'Administration. C'est avant tout une question de trésorerie : il convient d'aménager l'échéancier de telle sorte qu'il existe une certaine régularité de mouvement des fonds. En conséquence les échéances seront échelonnées de façon à éviter des décaissements massifs à l'un quelconque des six mois envisagés.

Il n'y a pas forcément de corrélation entre la date de

1. Bien que de plus en plus le service des titres soit confié aux banques, le nombre des porteurs conservant leurs valeurs par devers eux est encore considérable.

2. Select Committee on Premium Bonds rapporté dans *R. S. L. F.*, 1919, p. 64.

paiement des coupons d'intérêt et la date des tirages au sort des amortissements annuels. Au contraire, une certaine relation existe entre cette dernière et la date des remboursements : le temps nécessaire aux diverses opérations matérielles postérieures aux tirages est d'environ trois ou quatre semaines. Les dates des tirages sont en outre fixées de façon à aménager entre les deux tirages successifs le temps nécessaire à la liquidation du précédent et à la préparation de l'autre. Il en résulte que le nombre des tirages ne saurait être élevé. En cette matière la pratique s'est modifiée depuis 1914. Avant cette période, les emprunts étant moins nombreux et moins considérables, on prévoyait fréquemment quatre, huit ou douze tirages annuels. Les derniers emprunts de la Ville et du Département ne comportent plus que un ou deux tirages par an ; les dates de ces tirages sont fixées en tenant compte des nécessités administratives, tout comme celles des paiements des coupons.

L'organisation matérielle des tirages doit être conçue d'un point de vue uniquement psychologique : il faut qu'aucun doute ne puisse effleurer l'esprit du public quant à la sincérité de l'opération. La Ville de Paris ne s'est pas bornée de tout temps à admettre largement le public à la salle qu'elle a affectée spécialement aux tirages, elle s'est efforcée d'apporter des améliorations constantes aux procédés eux-mêmes, parvenant à éliminer presque complètement l'action de l'homme pour la désignation des obligations primées.

Le résultat de ces efforts est qu'il est normal de constater une carence totale du public aux séances de tirage ; c'est à peine si pour les derniers emprunts comportant des lots importants, quelques curieux circulent dans les

galeries du public : ils sont alors appelés à constater la correction absolue des opérations.

Mais à la suite de ces améliorations la physionomie des tirages s'est profondément modifiée ; si l'on est parti avec les emprunts anciens, d'une manifestation primitive du hasard on est arrivé à une sorte d'abstraction par la substitution, pour l'emprunt de 1928, du tirage par série au tirage individuel.

La mise en roue d'un emprunt consiste, avec le système du tirage individuel, à mettre dans la roue autant d'étuis que l'emprunt comporte d'obligations. C'est la réalisation sur un plan important de ce procédé primitif consistant à plier des morceaux de papier que l'on doit tirer d'une urne. Seulement ces morceaux de papier doivent pouvoir se conserver très longtemps, puisque les derniers d'entre eux seront extraits cinquante ou soixante-quinze ans après la mise en roue — selon la durée d'amortissement de l'emprunt. Aussi bien, d'une part le papier employé est-il d'excellente qualité, et les numéros sont imprimés au moyen d'encre spéciale. D'autre part les papiers sont introduits dans des étuis de cuivre ou de laiton très légers qui les protègent de l'usure du brassage ; il ne s'agit pas là d'une simple possibilité ; il arrive assez fréquemment que des étuis de laiton sortent complètement usés sur les bords.

Le tirage va consister, après un brassage de la masse d'étuis, à procéder à l'extraction : les perfectionnements mécaniques sont intervenus pour l'exécution de ces deux phases.

Le brassage des emprunts les plus anciens (1871 à 1904) se fait entièrement à main, des poignées étant fixées aux parois des roues. Celles-ci sont constituées

par des cylindres mobiles autour d'un axe, et dont l'intérieur est compartimenté par des ailes, afin de diviser la masse des étuis au cours du mouvement de rotation.

Si ce procédé a pour lui la simplicité, il a le gros inconvénient d'être mal commode. Ces cylindres par eux-mêmes sont lourds : leur maniement exige de gros efforts et le brassage ne peut durer qu'un temps très court. Cette observation devait avoir plus de poids dans les premières années de ces emprunts¹, aussi a-t-on cherché à améliorer la mobilité de la roue.

Pour l'emprunt du Métropolitain de 1910 (45 millions) on a donc conçu une roue de forme sphérique (à enveloppe de verre) mobile autour d'un axe, et actionnée par un mécanisme mû à la main. Le volume de la sphère était calculé de façon à permettre un brassage aisé : la masse des étuis ne remplissait que la moitié environ de la sphère. On avait d'ailleurs prévu un brassage par moteur électrique, mais ce procédé présentait certains inconvénients, entre autres le bruit du moteur, dont le public se plaignait parce qu'il ne lui permettait pas de se rendre compte de la marche des opérations.

Toutefois, malgré ces perfectionnements, le système du tirage individuel ne pouvait être conservé pour des emprunts d'un montant élevé. Plus le nombre d'étuis s'accroît, plus le volume de la sphère doit augmenter. Si l'on veut obtenir un brassage convenable, il faut, dans le calcul de cette sphère, tenir compte du phénomène dit du foisonnement qui se produit avec des étuis comme il se produit quand on remue la terre par exemple, et prévoir un espace libre d'autant plus grand que la masse

1. L'emprunt de 1871 sera amorti en 1946 ; celui de 1875 en 1950 ; celui de 1876 en 1949.

des étuis est plus importante. Sinon cette masse ne se divise pas, et les étuis qui sont au centre sont susceptibles de ne sortir qu'en fin d'amortissement. L'augmentation du volume de la sphère pose ainsi des problèmes mécaniques : il faut construire un cadre pouvant supporter cette masse volumineuse. Une roue revient ainsi à un prix très élevé, et devient de moins en moins maniable. Pour fixer les idées, l'emprunt de 1.500 millions en 1919 a été mis en roue dans une sphère de 1^m,80 de diamètre : le poids de cette sphère et de son support était de l'ordre de 7 tonnes. Il fallait 4 hommes pour mouvoir le mécanisme : dans ces conditions le brassage s'effectuait mal. On a essayé de tourner la difficulté pour l'emprunt de 1.800 millions de 1921 en répartissant les obligations de 500 francs en deux séries identiques de 900 millions de francs chacune. L'amortissement des obligations d'une série emportait amortissement des obligations de même numéro de l'autre série : on ne mit ainsi que 1.800.000 étuis dans la roue ¹. Mais il n'en est pas moins résulté que la masse des étuis seule — à raison d'un peu plus d'un gramme par étui — représentait un poids de 2 tonnes. De toute nécessité il fallait, au moins pour les grands emprunts, abandonner le système du tirage individuel.

En fait, il avait été réalisé en 1871 un essai de tirage par série. Les étuis de cet emprunt comprennent une bande de papier de dix numéros d'obligation. Mais avant

1. Cette disposition devait en outre permettre, le cas échéant, de procéder d'une manière simple au remboursement anticipé de la moitié de l'emprunt seulement et d'organiser grâce à cette possibilité, une conversion complète aux moindres risques.

de procéder au tirage des lots, ces numéros extraits de la roue sont séparés aux ciseaux, et c'est dans une petite sphère spéciale que l'on tire les lots parmi les obligations déjà amorties. Il y a somme toute, un tirage à deux degrés mais ce n'en reste pas moins un tirage individuel.

Les amortissements par série pratiqués depuis 1929 présentent un autre caractère : il n'y a pas individualisation des obligations. Ces dernières sont groupées par séries de 10 ou 100, chaque série étant indivisible quant aux tirages : c'est cette série indivisible qui est imprimée sur le papier des étuis. Ainsi l'emprunt de 900 millions 1937 comporte 900.000 obligations de 1.000 francs : sa mise en roue ne comprit que 9.000 étuis, chaque étui correspondant à une série de 100 obligations. La sphère n'a qu'un diamètre de 0^m,42, alors que celle de l'emprunt de 1.500 millions (comprenant 3 millions d'obligations) avait un diamètre de près de 2 mètres. Non seulement cette sphère est plus petite, revient moins cher, mais encore la masse d'étuis disposant relativement d'un espace plus grand pour son foisonnement, le brassage se fait dans de meilleures conditions.

Mais ce progrès ne fut pas au début accepté sans quelques réclamations du public, car il est lié à une sorte d'abstraction du mode de désignation des lots.

Pour les emprunts admettant le tirage au sort individuel, la désignation des obligations assorties d'un lot se faisait selon l'ordre d'extraction des numéros des obligations, la première se voyant attribuer le lot le plus important. Cette méthode toute matérielle ne pouvait être appliquée aux emprunts de l'autre groupe : on a dû concevoir un mode de désignation différent.

On a pris soin d'abord de n'affecter qu'un lot par série afin de ne pas paraître favoriser les forts souscripteurs d'une série qui sans cette règle auraient pu gagner plusieurs lots. Puis on a décidé, par simplification, que les numéros des obligations primées, dans toutes les séries, se termineraient par le même nombre désigné par le sort, les lots les plus importants étant attribués aux séries sorties en premier. Dès lors, il n'y a plus qu'à composer ce numéro. Le procédé — qui rappelle celui des dés — consiste à se servir de 6 jeux de 10 boules numérotées de 0 à 9 ; ces boules sont mises dans une roue : une première extraction donne le chiffre des dizaines, une seconde celui des unités. C'est ce procédé de désignation qui a été généralisé pour la Loterie Nationale.

Le souci de la recherche d'une correction parfaite se manifeste par bien d'autres détails. Chaque roue est fermée par trois serrures, une clef étant remise à un Maire d'arrondissement, une autre à un Conseiller municipal ; la troisième restant entre les mains de l'Administration. Des cachets de cire, qui doivent rester intacts, attestent que personne n'est venu toucher aux roues. Par ailleurs les sphères sont installées dans un local qui leur est exclusivement affecté et elles sont placées sous la surveillance continue d'un gardien de l'Administration.

Le point le plus marquant consiste en l'élimination complète du contact des agents et des étuis au moment de l'extraction.

Jusqu'à l'emprunt de 1904, les étuis sont tirés directement de la masse par un pupille de l'Assistance Publique. Dès 1910, on a imaginé un procédé d'extraction méca-

nique supprimant ou réduisant l'intervention du pupille de l'Assistance Publique : ce dernier pousse un bouton, dans le système du tirage par séries, pour extraire les boules qui déterminent les derniers chiffres des obligations primées.

Par ailleurs, le comptage des étuis extraits s'effectue avec l'aide de machines, et toutes précautions sont prises pour qu'il ne puisse se produire ni perte ni erreur.

II. — ÉTUDE D'UN PROJET D'EMPRUNT

Parmi les éléments que nous venons d'étudier, nous avons vu que certains peuvent être présumés : ils vont servir de base à la rédaction du document fondamental de l'émission, le cahier des charges.

Ce document est l'équivalent, en matière financière, du cahier des charges qui est dressé pour les travaux publics. Il constitue la loi des parties, règle les relations qui vont s'établir entre le prêteur et l'emprunteur. La Ville fixe à l'avance, les règles qu'elle s'impose d'observer pour toute opération ayant trait à l'emprunt. S'il survient une contestation sur un fait quelconque, relatif à l'emprunt, et à un moment quelconque de l'émission, on se reporte aux termes du cahier des charges pour la résoudre. En conséquence le texte doit être très précis : la rédaction définitive est soumise à plusieurs Directions qui formulent des observations selon leur spécialité ; d'une part, pour les opérations matérielles, la Caisse municipale et le Contrôle central s'il s'agit d'emprunt municipal, la Recette centrale des finances de la Seine, la Caisse centrale du Trésor public et la Direction de la Comptabilité publique s'il s'agit d'emprunt départemental, et, d'autre part,

le Contentieux. Enfin le document doit être évidemment approuvé par le ministre des Finances.

Le cahier des charges indique notamment le montant nominal de l'emprunt et l'affectation du produit net de l'emprunt au règlement des dépenses gagées sur les emprunts ou fractions d'emprunts visés ; il comprend le tableau d'amortissement et à défaut il en précise la date et le mode de confection ; il fixe le prix d'émission, la valeur nominale des obligations, le taux d'intérêt et les dates de paiement de l'intérêt annuel, l'importance des tirages, celle des lots s'il y a lieu, enfin les conditions et les modalités de la souscription.

Le service chargé de l'émission va donc établir un projet de cahier des charges qui sera, comme tout projet, sujet à variation et modification au cours de l'étude. En tout état de cause le projet définitif ne pourra être arrêté que lorsque sera fixé le dernier élément qui est nécessairement le prix d'émission.

A cet effet, le service prépare plusieurs essais à des taux voisins du taux moyen pratiqué sur le marché, dresse les abaques qui permettront de discuter rapidement l'incidence de la variation des cours en Bourse ou des changements fondamentaux du cahier des charges.

La discussion résulte des prises de contact multiples et continuelles, notamment entre le service et les représentants du ministère des Finances et des grands établissements financiers, qui sont très avertis de la tendance générale du marché. Des renseignements sont également obtenus au cours d'entretiens avec les courtiers ou, par correspondance, de toutes gens qui par leur fonction sont en contact direct ou presque direct avec le public, tant à Paris qu'en province et qui, par là même, peuvent

donner des indications nécessaires au succès de l'opération envisagée.

Dans le même temps, ainsi que nous l'avons dit, il faut consulter le ministère des Finances. Des raisons de politique générale peuvent inciter le Ministre à modifier certaines clauses du cahier des charges, ou à préconiser un taux nominal de préférence à un autre ¹, mais si des divergences apparaissent entre les deux Administrations, la Ville ne s'incline pas forcément : elle peut, en théorie du moins, s'abstenir et ne pas émettre. En réalité on ne conçoit pas de conflit entre les deux Administrations qui sont du reste en relations très étroites, il existe au contraire une collaboration entre elles des plus précieuses. La Direction du Mouvement des fonds, en particulier, possède une documentation étendue sur toutes questions, touchant une émission à l'aide de laquelle il est possible de confirmer les indications déjà obtenues, ou d'éveiller l'attention sur tels points non encore éclaircis.

Toute cette étude est d'une importance capitale. Trop cher, l'emprunt risque de ne pas se placer, ou d'être d'un placement difficile. Il en résulterait lors de la mise à la cote, une baisse spéciale dont le crédit de la Ville

1. Il est intéressant à bien des points de vue de reproduire à ce sujet une intervention au Sénat, de M. Vincent Auriol, ministre des Finances :

« Pourquoi préférons-nous le système des avances ? Parce que les « collectivités voudraient évidemment emprunter, mais on m'a sou-
« mis, Messieurs, des propositions d'emprunt dans de telles conditions,
« à de tels taux, que j'ai décidé d'ajourner l'émission de ces emprunts
« dans l'intérêt même du crédit. Je ne peux pas autoriser, je n'ai pas
« autorisé des emprunts de 6,50 ou 7 p. 100 dans les circonstances où
« nous sommes. » (*J. O.*, Débats Parl. Sénat, séance du 9 février 1937.)

Non seulement cette citation illustre le rôle de tutelle financière exercée par le ministre des Finances, mais encore elle contient une indication sur une nouvelle utilisation des avances de l'État aux collectivités secondaires, et sur l'orientation récente, des idées en matière d'entr'aide des trésoreries de l'État et des collectivités.

serait atteint. Lorsqu'une émission s'achève en baisse, il est prudent d'éviter, lors des émissions futures, un nouvel accident de même nature.

A l'inverse, si le titre est émis trop bas la perte pour les finances municipales est immédiate. D'ailleurs il suffit d'un écart assez minime pour passer d'une situation à l'autre : à 935 francs un titre peut être bon marché ; il serait cher à 955 francs ; la variation entre ces deux prix est de 2 p. 100 environ.

Enfin, le cahier des charges doit être approuvé par le Conseil municipal ou le Conseil général, ou plus exactement par la Commission que le Conseil intéressé a habilitée auparavant. Les membres de cette Commission sont donc tenus au courant des pourparlers, afin que, avertis, le cas échéant, des difficultés diverses qui ont pu survenir, ils puissent donner un avis en pleine connaissance de cause. Le travail en commission est également très important : en définitive, c'est sur l'approbation du cahier des charges et des conditions de l'emprunt par la Commission que le Préfet de la Seine va procéder à l'émission.

Mais avant d'ouvrir la souscription, il a fallu, dans le même temps où l'on fixait le type de l'emprunt, résoudre les difficultés qui pourraient être soulevées par la spéculation sur le marché ; déterminer le nombre des guichets qui recueilleraient les souscriptions ; enfin arrêter la date d'ouverture de l'émission. Ces dernières questions sont étudiées en liaison avec les services d'exécution responsables.

Section II. — Le Marché financier. La Spéculation.

Nous avons vu que le type de l'obligation à émettre était déterminé notamment en fonction du taux moyen de placement des titres de la Ville de Paris. En prévision d'une émission nouvelle, la spéculation, va se fonder sur cette donnée et s'engager dans des opérations de bourse pour réaliser des bénéfices.

Ainsi, au début de mars 1937, le taux de placement (net d'impôts) des divers titres émis par la Ville de Paris depuis la dévaluation de 1928 s'établissait pour un acqureur en bourse aux environs de 6 ou 6,50 p. 100. On peut, sur cette constatation, imaginer qu'une émission nouvelle serait du type de 6 p. 100 afin que le prix soit le plus voisin possible du pair — ce qui a pour conséquence de faire entrer plus d'argent pour un nominal donné.

La spéculation tient compte d'ailleurs d'autres données générales qui peuvent influencer sur le choix du type. A cette époque, le Gouvernement a fait savoir qu'il était soucieux de voir baisser le prix de l'argent : on peut donc estimer qu'il n'acceptera pas un emprunt du type de 6 p. 100 mais de 5 ou de 5,50 p. 100. Évidemment, le prix d'émission sera plus éloigné du pair, en conséquence, le spéculateur agira de préférence sur les emprunts du type 5 p. 100 ; il admettra que ces titres monteront ou baisseront au moment de l'émission, selon qu'ils seront au-dessous ou au-dessus de la parité moyenne des emprunts de la Ville de Paris.

Si l'on ignore tout de la future émission, la spéculation s'engage à vide : il ne se produit que les mouvements

habituels des cours des valeurs. Mais dès que les rumeurs se précisent elle peut agir à meilleur escient. Elle peut estimer que pour soutenir le marché des valeurs assimilables à la nouvelle obligation, l'émetteur va opérer quelques rachats : elle peut donc espérer un bénéfice légèrement supérieur à celui d'un simple arbitrage de 2 à 3 francs par titre de 1.000 francs par exemple. Elle aide alors à l'émission et cela explique que ces interventions de l'émetteur n'ont pas besoin d'être importantes.

D'autres opérations peuvent être effectuées en vue de la répartition du titre nouveau. Ce sont les opérations de courtage : l'explication de ce dernier point oblige à anticiper et à exposer dès maintenant le mécanisme du classement d'un emprunt.

Nous verrons comment les banques reçoivent un certain nombre de titres à placer, et lorsque le montant global des titres est réparti complètement la souscription proprement dite est terminée. C'est alors que la presse annonce que l'emprunt est couvert, ou que l'émetteur ne reçoit plus de souscriptions.

Cela ne signifie pas que du côté des banques l'opération soit terminée. Il est évident que, par exemple, lorsque l'État annonçait dans la journée d'ouverture de l'émission qu'il ne recevait plus de souscriptions, à l'emprunt de la Défense nationale de mars 1937, la majeure partie du contingent des banques n'était pas encore placé.

Pour répartir ces titres elles placent :

1° Par leurs propres guichets, à Paris, en province et même à l'étranger ;

2° Par leurs correspondants, en province, à l'étranger, et même à Paris. Ces correspondants, à leur tour, agissent

de la même façon envers leur clientèle ou d'autres placeurs.

Lorsqu'elles placent à leurs guichets, les banques reçoivent une commission ou une ristourne sur le prix d'émission, qui est fixée d'avance.

Lorsqu'elles placent par intermédiaire, elles rémunèrent à leur tour cet intermédiaire, selon leur manière propre, mais généralement par abandon d'une partie de la commission ou de la ristourne.

Si l'émission se fait dans d'excellentes conditions, les correspondants (à tous les degrés) sont surchargés de demandes et se contentent d'une commission moindre : la banque en conserve donc une plus grande part. D'ailleurs si l'émetteur est bien renseigné, il suit le mouvement et la baisse de la commission lui profite pour les titres qu'il n'a pas encore attribués. Mais dans le même temps tous les intermédiaires cherchent du titre pour leur clientèle : l'afflux de ces demandes crée une exagération de la baisse de la commission. En prévision de ce mouvement certains intermédiaires vont refuser de céder leurs titres : en réduisant l'offre ils cherchent à accroître leur bénéfice. Cette spéculation n'est d'ailleurs pas sans risque : pour l'emprunt d'État de Défense Nationale de 1937, la commission de 15 francs était tombée à 6 francs le premier jour. Survinrent les événements de Clichy, le placement des titres s'arrêta presque complètement, et la commission monta à 24, 28, 30 francs pour se maintenir à 27-28 francs pendant une semaine, malgré l'intervention de certaines banques (Banque Transatlantique, Union parisienne, etc.) en vue de freiner la hausse de la commission.

Si au contraire l'émission part mal, si le placement

s'avère difficile, et si les banques ayant exagéré leur demande n'ont pas le placement de leur contingent assuré à leurs guichets, on assiste au phénomène inverse. Elles préféreront abandonner leur commission, voire payer une surcommission pour écouler leurs titres. La spéculation intervient, cette fois au profit du petit intermédiaire qui a su attendre pour obtenir un gain plus élevé.

D'ailleurs la contre-partie de ce surgain réside en la difficulté plus grande de placement entraînant des démarches plus nombreuses, des frais plus élevés, sans parler du risque de mécontenter leur clientèle.

Enfin la spéculation peut agir d'une autre manière : vendre des valeurs — et particulièrement des obligations de la Ville de Paris — pour se procurer des fonds pour souscrire. Cette attitude ne peut être celle que des professionnels ou de clients importants bénéficiant d'une ristourne ou d'un abandon de commission et disposés à revendre ultérieurement.

Il s'effectue ainsi un arbitrage entre les titres anciens de même catégorie et l'obligation nouvelle. Le danger de ces opérations apparaît clairement : le marché du titre nouveau s'orientant favorablement, on peut assister à une hausse factice permettant à la spéculation de réaliser ses bénéfices, suivie d'une chute des cours qui, si elle est sensible, produit un effet moral déplorable et nuit au crédit de la collectivité émettrice. Notons que les ventes des titres anciens correspondent à une demande accrue, puisque certains spéculateurs ont pris position à la hausse, de telle sorte qu'il n'y a pas forcément tassement des cours du fait de ces ventes : la note dominante peut-être à la hausse.

On peut remédier à ce dernier procédé en l'interdisant. Mais pour que cette interdiction donne des résultats il faut que par des vérifications les agissements apparaissent et qu'ils comportent une sanction. Cette dernière consiste tout naturellement en l'élimination de l'établissement du nombre de ceux qui sont admis à participer aux émissions, mais il est plus difficile de percevoir la manœuvre.

Certains intermédiaires sont amenés à faire connaître la liste de leurs clients, dont on connaît ainsi la capacité de placement¹; toutefois ces recoupements peuvent ne pas permettre de dépister tous ces agissements.

Il est donc important de pouvoir contrecarrer ce genre d'opérations sur le marché lui-même. Or, ce n'est pas au moment du classement que l'on peut intervenir le plus efficacement : il est déjà trop tard, les collectivités n'ayant pas le droit de pratiquer « l'open market ».

L'intervention n'est donc plus possible qu'au début de l'émission au moment où la spéculation prend position à la hausse. On aperçoit combien une telle action sur le marché est délicate : elle est provoquée uniquement par des indications de la cote, et il faut savoir interpréter les raisons réelles des mouvements constatés.

D'ailleurs, il n'est utile d'agir que lorsque la hausse atteint une certaine ampleur. Il est une limite au-dessous de laquelle une opération de ce genre est déficitaire : il est facile de la déterminer. Notre spéculateur a vendu des titres pour se procurer des liquidités : cette vente lui a causé des frais : impôt sur les opérations de bourse (1 p. 1.000), courtages et frais de correspondance. On peut

1. Voir *infra*, p. 138.

estimer à 3 ou 4 francs par obligation de 1.000 francs le montant de ces débours. Puis il souscrit son titre en vue de revendre. Négligeons les frais de souscription : nous avons vu que ce client peut obtenir de certains intermédiaires des conditions favorables [au moment de la souscription. Mais pour revendre il devra attendre environ trois mois qui est le temps nécessaire à l'accomplissement des formalités requises pour l'admission définitive de la valeur à la cote ¹ : il a immobilisé une somme voisine de 1.000 francs et subit ainsi, sur l'intérêt, un manque à gagner de quelques francs par titre. Ainsi donc, son opération peut être déficitaire s'il ne se manifeste pas une hausse de 5 à 10 francs par titre. Et, bien que ces spéculateurs n'opèrent que sur un ensemble de titres, on peut estimer que les arbitrages de cette nature ne sont à craindre que lorsque se manifeste une hausse de 10 à 15 francs sur les valeurs. Au-dessous, le bénéfice est insuffisant ou inexistant. C'est pourquoi ces spéculations sont très rares étant trop peu fructueuses pour un risque de capital assez élevé.

La collectivité ne cherchera donc à s'opposer à la hausse qu'à ce moment-là : elle luttera par le seul moyen possible qui est d'acheter ses titres sur le marché. Mais là il convient de signaler la grande différence dans les positions de l'État et de la Ville de Paris.

A côté de l'État se trouve un ensemble d'organismes nationaux qui interviennent régulièrement sur le marché des rentes, soit pour mettre les titres en portefeuille (Caisse Nationale d'Épargne, Caisse d'Assurances Sociales, Caisse de Retraites), soit pour les annuler (Caisse d'Amor-

1. La valeur peut être cotée avant ce temps, mais figure alors dans une rubrique spéciale.

tissement). L'action de ces organismes est dirigée par la Caisse des Dépôts et Consignations : cette Caisse dispose ainsi d'une masse de fonds énorme qu'elle peut investir en Fonds publics. Pour que cette masse de fonds devienne une masse de manœuvre, il suffit à l'État d'indiquer sur quelles valeurs il aimerait voir se porter l'action de la Caisse, ainsi que le rythme des achats. Il est donc facile, dans ces conditions, de maintenir favorables les conditions d'une émission.

Pour fixer les idées, voici quelques chiffres, empruntés au Rapport sur le Budget de l'Exercice 1937, présenté par M. Brunet au nom de la Commission des Finances de la Chambre.

La masse des capitaux gérés par la Caisse des Dépôts et Consignations était au 31 mars 1936 de 101.220 millions ; et le portefeuille pour un total de 99.187 millions comprenait notamment des :

Bons de la Défense Nationale, bons du Trésor et valeurs à court terme.	8.495 millions.
Rentes.	37.854 —
Valeurs du Trésor, valeurs garanties par l'État.	20.536 —
Ainsi donc.	<u>66.585 millions.</u>

soit environ les 2/3 du portefeuille représentant les valeurs d'État — certains fonds comme les obligations du Crédit National étant négligés.

Par ailleurs, l'action de la Caisse d'Amortissement, pour la période allant du 1^{er} janvier 1936 au 31 août 1936, s'est réalisée par une diminution de la dette de l'État de 2.700 millions dont 656.500.000 francs par voie de rachats en bourse. Pour juger de l'importance de cet effort, précisons que ces rachats se sont effectués pendant huit mois soit au cours de 150 bourses environ.

Ce n'est pas tout. Par décret du 22 juillet 1937, le Gouvernement a institué un fonds de soutien des rentes et valeurs du Trésor à long et à moyen terme en vue d'atténuer « les effets des mouvements d'ordre essentiellement spéculatif » sur le marché des valeurs mobilières ¹. Ce fonds de soutien géré par la Caisse d'Amortissement, achète et vend en bourse des titres des valeurs déjà indiquées ². La pratique de l'open market est ainsi importée en France, au profit exclusif des valeurs d'État.

La Ville de Paris, au contraire, ne dispose que de ses propres fonds. Il n'existe sur le plan municipal aucun organisme comparable à l'une des Caisses gérées par la Caisse des Dépôts et Consignations. Certes, les régisseurs intéressés et les concessionnaires des services publics et les Caisses de Retraite de leurs personnels constituent un portefeuille financier, mais ces établissements sont absolument autonomes, et même lorsque la Ville est représentée dans les Conseils d'Administration, ses agents n'y ont pas une place prépondérante et ne font pas partie des organes d'exécution. En conséquence ces divers organismes « paramunicipaux » ne sont pas sous la dépendance de la Ville, et le cas échéant, s'ils apportent leur aide au moment d'une émission, c'est uniquement ici par esprit de collaboration et en raison des bonnes relations qui sont entretenues de part et d'autre. Au surplus, qu'il s'agisse des concessionnaires ou des Caisses de Retraite des personnels, l'aide qui serait susceptible d'être fournie ne peut être, même toutes proportions gardées, que très insignifiante par rapport à celle que l'État reçoit de son côté.

1. Rapport au Président de la République : *J. O.*, 23 juillet 1937.

2. Arrêté du 22 juillet 1937 sur le fonctionnement du fonds de soutien.

Par contre, la Ville jouit d'une situation privilégiée grâce à son crédit. Les obligations municipales étant des valeurs très bien classées sont conservées en portefeuille : leur marché est donc relativement étroit. Ces années-ci les négociations, pour un emprunt de un milliard, ne portent que sur 200 à 300 titres par jour. Dans ces conditions il devient plus facile de freiner un mouvement de hausse, l'achat de 50 à 100 obligations par exemple de certain titre permet de limiter efficacement une poussée suspecte de ce titre et des titres voisins.

On conçoit combien cette opération est délicate. La Ville ne peut qu'acheter ; elle ne dispose pas de fonds de soutien de ses obligations, elle ne peut pas vendre des titres pour ajuster l'offre à la demande : elle ne peut que chercher à détourner la demande. Une telle intervention à sens unique exige donc beaucoup de doigté et oblige à suivre de très près les réactions générales causées par son intervention.

Par ailleurs, nous avons vu que la disposition de l'article 89 du Règlement de Comptabilité impose à la Ville de frapper d'indisponibilité les titres ainsi achetés. Dans ces conditions, il ne lui est pas possible de reconstituer son fonds de manœuvre elle doit donc le ménager.

Enfin il faut noter que soutenir certains cours revient encore à émettre trop cher : c'est ainsi risquer une baisse du titre au moment de l'introduction en bourse. L'arme est donc à double tranchant : c'est une autre raison de ne la manier qu'avec prudence.

Section III. — Les Organes émetteurs.

L'intérêt d'un emprunteur semble être d'avoir à sa disposition le plus grand nombre de guichets possible, disséminés sur toute l'étendue du territoire. Les souscripteurs éventuels seraient ainsi sollicités de toute part : l'emprunt se placerait très vite et son classement serait plus rapide.

En réalité, il faut tenir compte du rôle du Receveur municipal, et de sa responsabilité pendant l'émission, ainsi que de la nécessité d'être en relations constantes avec les organes d'émission. Le nombre de guichets doit donc être limité : mais le problème ne se pose pas dans les mêmes conditions selon qu'il s'agit de guichets publics ou de guichets privés.

I. — LES GUICHETS PUBLICS

La Ville de Paris dispose en premier lieu de ses propres guichets ; en outre elle peut demander à l'État de lui permettre d'utiliser les siens.

1^o *Les guichets municipaux.* — Avant guerre, au moment où, théoriquement du moins, la durée de la souscription dépassait rarement une journée, la Ville installait de nombreux guichets municipaux sur son territoire. A l'Hôtel de Ville, la salle Saint-Jean était spécialement aménagée pour recevoir l'afflux des souscripteurs ; les mairies d'arrondissement étaient également le siège de plusieurs bureaux de souscription. Enfin certains établissements de crédit étaient sollicités de mettre à la disposition de l'Administration leurs agences de Paris et du département

de la Seine pour recueillir les souscriptions : ces guichets étaient tenus par des employés du Receveur municipal et contrôlés en permanence comme tous les guichets municipaux par le Service du Contrôle Central.

Ainsi donc une grande dissémination était réalisée dans toute la Ville : en contre-partie cela exigeait l'emploi d'un personnel nombreux qui désorganisait quelque peu les autres services. Nous verrons d'ailleurs au chapitre suivant quel était le mécanisme de la souscription : pour l'instant il nous suffit d'indiquer quels étaient les résultats de ces efforts. Pour l'emprunt de 1919, qui fut le dernier emprunt émis de cette manière, on a pu faire les constatations suivantes :

BUREAUX	NOMBRE de souscripteurs.	NOMBRE d'obligations souscrites.	POURCENTAGE
Hôtel de ville	2.370	7.584	2,58
Mairies	4.622	14.535	4,96
Banques	80.654	270.642	92,46
Totaux	87.646	292.761	100,00

Notons que ces chiffres ne concernent que les souscriptions d'unités irréductibles : un tableau analogue pourrait être dressé pour les souscriptions des cinquièmes qui donnerait les indications concordantes.

On peut voir que la grosse partie des souscriptions était recueillie par les bureaux installés dans les banques. Le rendement des guichets des mairies est insignifiant puisque le total des souscriptions recueillies aux 20 mairies est environ le double du nombre des souscriptions effectuées à l'Hôtel de Ville.

Cela tient aux habitudes du public qui ne fréquente guère les mairies d'arrondissement : il se rend plus volontiers aux banques ou à la Caisse municipale.

Lorsqu'on a abandonné le procédé de la réductibilité des souscriptions, les bureaux de souscription installés dans les locaux des banques perdirent leur raison d'être puisqu'ils ne recueillaient que les souscriptions irréductibles. Ils disparurent donc. Les guichets des mairies ne furent pas maintenus étant donné le peu de faveur qu'ils rencontraient auprès du public.

Aussi depuis 1921, les seuls guichets municipaux qui fonctionnent sont ceux de la Caisse municipale. Mais leur clientèle n'a pas changé et ne s'est pas accrue. Ils ne reçoivent plus les fortes souscriptions réductibles des grands établissements de crédit mais les petites souscriptions du public qui vient habituellement pour les opérations courantes. Pour l'emprunt 5,50 p. 100 à lots de 1937, comportant 900.000 obligations de 1.000 francs, 693 souscripteurs seulement sont venus à la Caisse prendre 3.613 titres. A cet amenuisement de l'importance des guichets municipaux (Caisse municipale et mairies) correspond une modification du rôle du Receveur municipal : ce point ressortira mieux après l'étude du mécanisme de l'émission.

2° *Les guichets de l'État.* — La Ville de Paris peut demander au ministre des Finances de lui accorder le concours des agents du Trésor ; mais, à l'inverse de ce que nous venons d'observer pour les guichets municipaux, le nombre des agents dont la collaboration est sollicitée s'est accru.

L'« Analyse des divers modes d'administration », annexée au Règlement de Comptabilité de la Ville de Paris, prévoit que les agents du Trésor chargés dans les départements du Service des Emprunts de la Ville de Paris sont

les trésoriers généraux et les receveurs particuliers. Il n'est pas fait mention des percepteurs, mais, d'une part, ce n'est pas par omission, et d'autre part, l'énumération n'est pas limitative ¹.

En faveur de l'abstention de l'appel aux percepteurs, on peut faire valoir plusieurs arguments, tirés des nécessités du service. En premier lieu, le Receveur municipal au moment des émissions, encourt une grosse responsabilité, et il importe que le nombre de ses correspondants ne soit pas trop élevé.

D'autre part, il est essentiel de placer le plus possible et le mieux possible, et en outre, de ne pas dépasser le nombre des obligations à émettre : le service doit donc être constamment renseigné sur le rythme des souscriptions, et la limitation du nombre des guichets aide à la rapidité de la transmission des résultats. Enfin, tout comme pour les mairies de Paris, il n'y a aucun intérêt à charger du placement de l'emprunt des percepteurs qui, de toute évidence, ne recueilleraient qu'un nombre infime de souscriptions.

Pour ne donner qu'une face du problème, un percepteur en haute montagne ne sera pas d'un grand rendement l'hiver.

Lorsque la durée de la souscription était très courte, et qu'il était nécessaire d'effectuer une liquidation rapide des souscriptions afin de reverser les sommes avancées par les gros preneurs en garantie de leurs souscriptions réductibles, il était indiqué de limiter le nombre des gui-

1. Il y a en France (budget de 1938) : 88 Trésoreries générales, 94 recettes des Finances, 4.081 perceptions dont 120 percepteurs gérant les services des recettes des Finances supprimées et 80 receveurs-percepteurs de la Seine.

chets éloignés : c'était donc sagesse de ne s'adresser qu'aux trésoriers généraux et aux receveurs des finances.

Dès que les sommes demandées à l'emprunt se sont élevées, il était également souhaitable de pouvoir atteindre un plus grand nombre de souscripteurs. Toutefois, il fallait établir un choix entre les nouveaux bureaux susceptibles de recueillir les souscriptions.

Il semble que ce choix doit être laissé à l'initiative du Trésorier Général, qui connaît les possibilités de sa circonscription. Toutefois, ses subordonnés ne voient qu'un côté du problème : ils ignorent certaines difficultés d'une telle opération, en particulier ils peuvent ne pas apprécier l'importance que le service émetteur attache à l'obtention rapide de renseignements exacts. En outre, toute négligence mise à part, des difficultés de communication entre la Trésorerie et certaines perceptions peuvent être à l'origine de retards gênants. Cette question de fait est d'une importance telle que la raison pour laquelle les comptables de Corse et d'Algérie ne participent presque jamais aux émissions de la Ville de Paris ou du Département de la Seine. Il a donc semblé utile dans les premiers temps que le Préfet de la Seine limite le nombre des perceptions dont il désire la collaboration tout en laissant une initiative suffisante au Trésorier Général. Dans la pratique, le Trésorier Général a été autorisé à faire appel à la moitié au plus des percepteurs placés sous ses ordres, cette proportion ne devant être atteinte que dans les départements susceptibles de réunir un nombre élevé de souscriptions. Toutefois, les percepteurs à la tête des services subsistants d'une recette des finances supprimée par les mesures de réforme administrative de 1926 et de 1934 participent à l'émission sans distinction aucune. Pour

l'emprunt d'avril 1937 un nouveau pas fut accompli : les percepteurs ont été appelés à l'émission, toute l'initiative quant au choix des perceptions étant abandonnée au Trésorier Général.

Dans le département de la Seine, la situation est quelque peu différente. A la place d'un Trésorier Général se trouve le Receveur Central des Finances ayant sous ses ordres les receveurs-percepteurs : il n'y a pas de perceptions ordinaires. Tous ces agents ont prêté leur concours aux dernières émissions.

Malgré l'activité de tous ces fonctionnaires les guichets publics ainsi mis à la disposition de la Ville ne suffisaient pas à placer des emprunts d'un montant élevé. Le public s'adresse plus généralement aux banques, ainsi que les résultats suivants, relatifs à l'emprunt de 1937 en font foi :

	NOMBRE de souscripteurs.	NOMBRE de titres souscrits.
Caisse municipale	693	3.613
Recette Centrale des Finances. . . .	602	2.557
Trésoreries Générales.	10.360	38.895
Correspondants financiers (Banques, courtiers, etc.)	402	854.317

Cet emprunt comportait 900.000 obligations : l'ensemble des guichets publics ont placé à 11.650 souscripteurs, 45.000 titres en chiffres ronds, soit environ 5 p. 100 du nombre d'obligations. Le reste, soit la presque totalité de l'emprunt, a été attribué aux correspondants.

II. — LES GUICHETS PRIVÉS

L'importance du concours des banques nous est déjà apparue lors de la préparation de l'emprunt : au moment

de l'émission elle se manifeste d'une manière plus frappante encore. Rappelons simplement que lorsqu'on a voulu éliminer les banques d'une émission, on est allé au-devant d'un échec : c'est l'enseignement à tirer des résultats de la souscription à guichet ouvert de l'emprunt Ville de Paris 1894-1896.

La nécessité de la collaboration des banques est évidente à l'origine : le crédit public était à peine né, et l'intervention de la banque garantissait en quelque sorte les promesses de l'État. C'était l'époque où l'emprunteur traitait avec un syndicat de banquiers qui prenait ferme la totalité de l'emprunt. Notons que ces banquiers, en concourant ainsi à la formation puis au développement du crédit public ont rendu les plus grands services et nous leur sommes redevables dans une certaine mesure des améliorations apportées à la technique de financement des dépenses publiques.

A mesure que le crédit des collectivités publiques s'affermissait, le rôle de la banque semblait devoir se minimiser alors qu'il évoluait seulement. Sauf aux époques troublées, les banques n'ont plus à prendre ferme les emprunts publics qui se placent facilement. Mais grâce à la publicité qu'elles peuvent faire à l'emprunt, grâce à l'influence qu'un contact permanent leur a acquise sur le public, grâce enfin à la multiplicité de leurs succursales, elles facilitent grandement le placement de l'emprunt et permettent de réunir très rapidement les sommes élevées dont on a besoin. Qu'une collectivité veuille se passer d'une banque, elle risque d'en perdre la clientèle : le banquier peut se désintéresser des titres de la collectivité et conseiller à ses correspondants d'autres types de valeurs. Il se produirait là une sorte d'arbitrage négatif préjudi-

ciable au crédit public. Il ne s'ensuit pas que la collectivité soit à la merci de la banque. L'État, en particulier possède des armes efficaces contre la banque qui n'entreprendrait pas de bonnes relations avec le ministère des Finances : il pourrait par exemple lui refuser les bons du Trésor ou de même espèce qui constituent un placement type des disponibilités bancaires momentanées. La Ville de Paris semble disposer d'une arme analogue, mais il ne peut s'établir aucune comparaison entre les bons du Trésor et les bons de la Caisse municipale, dont le montant global limité¹ ne permet pas de disposer d'un marché aussi important.

Cependant le nombre des banques qui sollicitent leur participation à une émission est assez élevé. Rappelons pour mémoire que la profession de banquier résulte d'une simple situation de fait : aucune formalité, aucun contrôle ne préside à l'ouverture d'un établissement. Il est donc nécessaire que la Ville fasse un choix et ne traite qu'avec des maisons présentant des garanties.

On doit s'attendre d'ailleurs à ce que toutes les banques ne soient pas traitées uniformément. Mais le critère n'est pas exactement l'importance de la banque. Nous verrons que certaines banques, sous certaines conditions, sont admises à effectuer le service des coupons des obligations de la Ville gratuitement pour le porteur. La liste de ces banques est arrêtée par l'Administration et soumise au Conseil municipal, elle comprend les établissements qui, techniquement ou géographiquement sont les plus importants et qui, de par leur fonction sont appelés les corres-

1. Leur montant total est au plus égal au 1/12 des prévisions de dépenses sur fonds généraux inscrites au plus récent budget municipal approuvé à l'époque de l'émission (loi 31 mars 1931, art. 124). Pour

pondants financiers ¹. Ces correspondants financiers ont ainsi un rôle de premier plan dans une émission.

Cependant, malgré les moyens puissants dont ils disposent, il est utile de faire appel aux autres banques dont l'intervention d'ailleurs se recommande à un autre point de vue. La présence de ces banques a pour effet de faire bénéficier la Ville des avantages de la concurrence : ce point apparaîtra plus nettement à l'exposé du mécanisme de la souscription. Notons en passant que c'est sous cette forme que la Ville de Paris respecte le principe général de l'adjudication, nous y reviendrons plus loin.

C'est parmi ces banques surtout qu'il importe de faire un choix judicieux. La plupart ont d'ailleurs une renommée mondiale : ce sont celles qui sont dirigées par les vieilles familles de banquiers, parmi lesquelles on choisissait autrefois quelques-uns des régents de la Banque de France.

Mais il n'existe aucune raison pour écarter les services d'une banque nouvelle qui aurait demandé à participer à l'émission.

Cette demande est instruite par l'Administration qui recherche tous renseignements utiles touchant le caractère de la banque, la nature de son activité, le nombre de titres qu'elle a pu placer lors du dernier emprunt, etc... En fait le nombre de ces « banques agréées » est assez élevé, de l'ordre de 40 à 80, suivant les années et ne varie pas très sensiblement d'une émission à l'autre.

Toutefois, il faut noter que les seules banques admises

1936, 315 millions pouvaient être mis en circulation. A cela s'ajoute d'autres bons à court terme, par exemple les bons à court terme de l'emprunt de Beaujon ; les bons de chômage, etc... Le total en est variable, mais assez important.

1. Voir *infra*, p. 168.

à participer directement à une émission de la Ville de Paris ou du Département de la Seine, sont les banques ayant guichet ouvert à Paris. Cette règle est traditionnelle, mais son maintien s'explique aussi par des considérations matérielles, telles que l'approvisionnement des banques en imprimés et titres. Les frais de transport minimes à Paris pourraient être hors de proportion avec le contingent qu'une petite banque de province pourrait placer. Ces banques d'ailleurs ne sont pas tenues à l'écart de l'émission, mais au lieu de participer directement elles le font de manière indirecte, en se constituant placateurs des grandes banques moyennant commission ou ristourne. Il peut arriver d'ailleurs que la ristourne consentie par la grande banque soit supérieure à la commission qu'aurait allouée l'émetteur ; l'éventualité ne s'est probablement jamais présentée en ce qui concerne la Ville de Paris ou le Département de la Seine.

Enfin, en dehors des banques et des banquiers, certains courtiers de banque et de change en relations d'affaires avec la Ville de Paris — pour des questions de trésorerie — interviennent à leur tour, pour le compte des banques avec lesquelles ils sont en relations. Nous verrons qu'ils ont, sans le savoir, un rôle de régularisation et de contrôle très utile ; de plus, ils peuvent servir d'intermédiaire entre une banque secondaire inconnue de la Ville et la Ville elle-même. Grâce à leur activité, elle peut être plus facilement admise à participer directement aux émissions futures.

Enfin certains établissements, régis par des statuts spéciaux, viennent à l'émission dans des conditions particulières : il s'agit de la Banque de France et de la Compagnie des Agents de Change.

Les relations de la Banque de France et de la Ville n'étaient pas de même nature dans le passé que de nos jours. La Ville s'adressait alors à la Banque pour obtenir des prêts, et non pour recevoir par ses guichets une aide au placement d'un emprunt. On peut ainsi relever différents prêts, de 1848 à 1871 : prêt de 10 millions du 24 juillet 1848 garanti par hypothèque sur des terrains situés dans divers quartiers ; prêt de 3 millions du 3 janvier 1849 au Département de la Seine, cautionné par la Ville de Paris ; prêt de 20 millions du 18 juillet 1851 ; enfin le dernier du 11 février 1871, de 210 millions pour lequel le produit des octrois fut affecté en garantie ¹.

Comme on le voit, il s'agit uniquement de traités de gré à gré conclus entre la Ville et la Banque, et analogues à ceux qui sont conclus actuellement avec d'autres établissements.

A partir de 1921 la Banque de France a contribué au placement des émissions de la Ville de Paris, des départements, des grandes compagnies de chemin de fer français, etc. ². Toutefois, ses règlements ne lui permettent pas d'avoir des attributions fermes dans les mêmes conditions que les établissements de crédit. Ces derniers font face aux obligations résultant de leurs prises fermes par la réalisation des ordres de leurs clients et imputation de la dépense sur les comptes courants et dépôts à vue de leurs clients. Or, entre le temps où cet établissement effectue les versements du montant des obligations qu'elle a prises fermes, et le montant où il a placé la totalité de son con-

1. Lebeau, *La Banque de France*, 1931.

2. Entre temps, la loi du 17 novembre 1897 a décidé que la Banque paierait les coupons au porteur des rentes françaises et valeurs du Trésor, et qu'elle prêterait gratuitement, ses guichets et le personnel nécessaire pour l'émission des rentes françaises et des valeurs du Trésor.

tingent, il se peut qu'à la suite de circonstances quelconques, il soit amené à effectuer des remboursements massifs de dépôts. Si ses liquidités sont insuffisantes, il se retourne vers la Banque de France et fait escompter son portefeuille : en d'autres termes, il demande à la Banque le crédit nécessaire pour faire face aux difficultés passagères.

Il est évident que la Banque Centrale n'ayant pas ce recours, se doit de ne pas s'exposer à trouver semblables difficultés. Il ne lui est donc pas possible, au même degré, d'utiliser les dépôts à vue de ses clients pour prendre ferme une part de l'emprunt. Il faut qu'au préalable elle ait reçu de ses clients des ordres de souscription. Aussi, pendant longtemps, pour tenir compte de cette situation particulière, la Banque recevait en fin de journée, une attribution ferme des titres égale au nombre de souscriptions que ses guichets avaient recueillies. Cette procédure qui faisait une si large part au rôle particulier de la Banque, sans apporter de garantie particulière — ce n'est, en somme, qu'un guichet fonctionnant comme ceux des comptables du Trésor — était cependant trop rigoureuse. Elle supposait, en effet, que les fonds sociaux de la Banque devaient être placés sur le même plan que les fonds des particuliers. Or, le capital social est cependant la propriété de la banque, et en conséquence rien ne s'oppose à ce que l'établissement en utilise une fraction à des opérations financières comme le ferait une banque ordinaire.

En fait, depuis l'emprunt du Département de la Seine 5 p. 100 1933, la Banque de France souscrit elle aussi des demandes d'attributions fermes. Elle ne peut toutefois être inscrite sur la liste des correspondants financiers de la Ville. Nous avons vu que ces derniers assuraient gra-

tuitement pour le porteur le paiement des coupons des emprunts municipaux. Ce service ne peut être demandé à la Banque de France : la loi de 1897 ne lui permet de l'effectuer que pour les emprunts de l'État.

Une difficulté d'une autre nature s'élevait à propos de la participation des agents de change à l'émission. Il ne semble pas que leurs statuts puissent s'opposer à ce qu'ils placent des titres d'un nouvel emprunt. Toutefois, on peut penser que leur monopole doit suffire à leur activité, et qu'ils n'ont pas à intervenir dans les opérations financières en concurrence avec les banquiers. Au demeurant, ils ne peuvent être que les mandataires de leurs clients et le démarchage leur est interdit. Et ainsi, ils ne peuvent pas en principe « prendre ferme », mais seulement souscrire au fur et à mesure de la demande, appuyée de fonds, de leur propre clientèle. Pour faciliter les choses, il a été admis que les agents de change individuellement ne participeraient pas — professionnellement — à l'émission, mais que leur Compagnie pourrait y collaborer. La Chambre Syndicale des Agents de change intervient à chaque émission et joue le même rôle qu'une banque ordinaire, mais avec ses propres moyens, qui sont assez réduits et qui l'obligent à ne se voir attribuer que des montants successifs, récapitulés en une souscription généralement unique.

Section IV. — Date d'ouverture de l'émission.

La fixation de la date d'ouverture de l'émission est d'une importance capitale : entre autres, elle permet d'arrêter définitivement le prix d'émission en fonction des dispositions du marché à ce moment précis.

Plaçons-nous dans l'hypothèse où la Ville vient de prendre rang sur le calendrier des émissions ; ce rang est susceptible de se modifier pour diverses raisons tenant soit à la politique générale, soit à la situation du marché. Il s'agit maintenant de fixer un jour : c'est l'objet de nouvelles tractations avec le ministère des Finances.

Il s'agit tout d'abord, et si c'est possible, d'éviter d'émettre à un moment défavorable. La période d'été, par exemple, est toujours peu propice : les souscripteurs éventuels sont en vacances ou se préparent à partir, ils pensent à tout autre chose.

L'emprunt de la Ville de Paris de 1934 avait été plusieurs fois retardé pour laisser la place d'abord au Crédit Foncier de France, puis aux Postes Télégraphes et Téléphones, dont les besoins s'avéraient plus pressants ; on a pu craindre ensuite de voir la première quinzaine de juillet réservée aux Compagnies des Chemins de fer dont le tour ne devait venir qu'après la Ville : des démarches très pressantes furent alors faites pour que l'émission ne coïncide pas avec la période des congés.

Dans un autre ordre d'idées, des mouvements de bourse se produisent fréquemment au moment des élections générales, municipales ou législatives. Or, on choisit souvent les mois de mai ou juin pour le renouvellement des assemblées. La période des vacances suivant presque aussitôt, il s'écoule près de six mois de ces années d'élections pendant lesquels il n'est pas indiqué de procéder à une émission.

Par ailleurs, la situation du marché commande aussi le choix de la date. Il faut attendre — après l'intervention importante d'une collectivité — que les disponibilités des capitaux soient devenues suffisantes. Il y a plus encore, et

qui est d'une appréciation plus délicate. Si cette émission a été couronnée de succès, une bonne atmosphère prédispose bien le marché ; sinon les conditions seront plus dures. On tâchera donc d'éviter de venir après une collectivité dont le crédit peu apprécié aura eu pour effet de tendre le cours de l'intérêt. Il se joue ainsi, sous l'égide du ministre des Finances, une partie très serrée entre toutes les collectivités qui ont un emprunt à placer, chacune entendant le faire dans les meilleures conditions : c'est à l'État de répartir.

Il est donc nécessaire d'exposer au ministre des Finances les raisons qui s'opposent à un ajournement de l'émission : l'intérêt des finances municipales, l'état de la Trésorerie seront invoqués particulièrement.

Enfin le Ministre, au moment où il décide du jour de l'ouverture de l'émission, peut avoir certaines recommandations à passer, par exemple la forme et la date de mise en route de la publicité.

Nous arrivons ainsi à la deuxième partie de cette étude : l'exposé du mécanisme de la souscription.

DEUXIÈME PARTIE

LA SOUSCRIPTION

Lorsque tous les travaux préparatoires sont ainsi terminés, un arrêté du Préfet de la Seine fixe la date d'ouverture de la souscription. Déjà et même avant que n'intervienne cet acte administratif, les premières mesures d'exécution ont été prises. Ce sont l'information des organismes de placement et l'organisation de la publicité (chap. I). Dans le deuxième chapitre, nous étudierons le mécanisme de la souscription.

CHAPITRE PREMIER

LES PREMIÈRES MESURES D'EXÉCUTION

Section I. — La Saisie officielle des intermédiaires.

Dès que tous les détails de l'émission sont définitivement fixés, et approuvés par le ministre des Finances, on avise les différents intermédiaires de l'ouverture imminente de l'émission. Toutefois, on n'emploie pas les mêmes procédés selon qu'on s'adresse aux Trésoriers Généraux ou aux Banques.

a) *Comptables du Trésor.* — Avec l'autorisation du ministre des Finances, le préfet de la Seine donne de véritables instructions aux Trésoriers Généraux et Rece-

veurs des Finances, par le moyen administratif d'une circulaire ¹.

Il les informe d'abord que la Ville de Paris a été autorisée à contracter un emprunt dont il indique le montant et pour lequel le ministre des Finances lui a permis de s'assurer leur concours, ainsi que celui de certains de leurs subordonnés. Sur ce dernier point la circulaire précise dans quelles conditions les percepteurs peuvent participer à l'émission, et elle donne tous les renseignements sur le type de l'emprunt et sur les caractéristiques. Des documents sont d'ailleurs joints à la circulaire : prospectus et affiches dont le Trésorier Général assure la répartition entre les recettes et perceptions de son ressort.

Des instructions règlent les opérations purement matérielles : réception des souscriptions, transmission des résultats partiels ou définitifs à la Préfecture de la Seine ;

1. A l'origine les relations de la Préfecture de la Seine et des Trésoreries Générales rappelaient celles qui existent actuellement entre la Préfecture et les Banques : le ministre des Finances autorisait « MM. les Receveurs Généraux à prêter leur concours au service de la Trésorerie de la Ville de Paris » ; aujourd'hui, il autorise le Préfet à s'assurer le concours des Trésoriers. Cette nuance n'est pas un effet de style : en réalité il n'y avait pas de rapports de subordination, mais de collaboration volontaire entre des Trésoriers et le Préfet de la Seine. La finale de la lettre adressée aux Receveurs Généraux le 11 octobre 1860 marque très bien l'égalité des parties en présence : « J'attache un grand prix, Monsieur le Receveur Général, à votre concours, et j'en attends les meilleurs et les plus prompts résultats que facilitent d'ailleurs les excellentes conditions des valeurs dont j'ai l'honneur de vous proposer le placement. Il y a entre les Finances de l'État et celles de Paris une solidarité morale évidente, et il était dès lors naturel de s'adresser à MM. les Receveurs Généraux. J'ai lieu d'espérer que chacun répondra à mon appel. Je vous prie, en ce qui vous touche, de vouloir bien me faire savoir si cette attente est fondée. »

Mais le lien de subordination est apparu très rapidement, cette constatation a semblé donner lieu à une situation quelque peu paradoxale aux membres de la Commission réunie pour élaborer le Règlement de Comptabilité de la Ville de Paris. (Procès-verbal de la séance du 12 juin 1875.)

versement du montant des souscriptions ; centralisation à la Trésorerie Générale des pièces justificatives et transmission à la Ville de Paris — toutes ces opérations qui forment le mécanisme de l'émission à la Trésorerie, — et enfin l'échange des certificats de souscription contre des titres définitifs.

Les comptables supérieurs sont ainsi amenés à faire des opérations de placement et des opérations de centralisation : ils en sont rémunérés par une commission spéciale, dont les taux sont fixés par le ministre des Finances.

b) *Etablissements bancaires, courtiers, etc.* — La Ville ne traite pas les banques de façon uniforme. Nous avons déjà indiqué que les correspondants financiers ont un rôle spécial, justifié par les services qu'ils assument par ailleurs. Ce point sera développé dans le chapitre suivant, mais cette différence apparaît déjà ici : alors que les autres banques doivent formuler une demande pour participer à l'émission, les correspondants financiers sont admis d'office pour le placement des obligations. Ils reçoivent donc une lettre qui leur indique la date de l'émission, un mémorandum fixant les conditions de leur participation ; les autres banques sont avisées, par lettre également, de l'ouverture de l'emprunt et si elles le jugent à propos elles peuvent formuler une demande d'attribution de titres, conformément aux indications du mémorandum qui leur est adressé.

Ainsi que son nom l'indique, le mémorandum est un document résumant les caractéristiques de l'emprunt : mais il ne mentionne que les éléments intéressant le marché, à l'exclusion de tous autres renseignements d'ordre administratif. C'est un extrait du cahier des

charges, rédigé à l'usage des banquiers avec, en plus, un paragraphe relatif aux conditions du concours des banques. C'est cette partie qui est différente selon que le destinataire est ou non un correspondant financier, il y est précisé les relations réciproques des deux parties : c'est un véritable contrat entre la ville et la banque, contrat sur la nature juridique duquel nous aurons à insister.

Section II. — La Publicité.

La publicité des emprunts de la Ville se fait selon les procédés courants : imprimés spéciaux d'une part, publications d'autre part.

Les imprimés sont de deux sortes : les prospectus et les affiches. Nous avons vu que ces documents étaient envoyés aux Trésoriers Généraux ; les affiches qui doivent être apposées sur la voie publique, à l'extérieur des bâtiments sont timbrées ; à Paris quelques affiches sont apposées sur des panneaux, près de la Caisse municipale.

Ces documents s'adressent au public ; leur but est de retenir l'attention de souscripteurs éventuels : ils doivent donc être rédigés en conséquence. On mettra en évidence les avantages de l'emprunt : taux d'intérêt, lots, prix d'émission ; on indique la date d'ouverture de l'émission et les lieux où sont reçues les souscriptions. Affiches et prospectus sont répartis entre tous les intermédiaires, Trésoreries Générales et Banques, chacun des trésoriers généraux et des banquiers les répartissant à son tour soit entre ses subordonnés, soit entre ses succursales ou ses démarcheurs.

Les publications se font d'abord au *Journal Officiel* et au *Bulletin Municipal officiel de la Ville de Paris*, enfin

des communiqués paraissent dans la presse financière et dans les journaux d'information.

Il faut noter, là encore, combien cette publicité est modeste si on la compare à celle qui est organisée pour les Emprunts d'État. Pour ceux-ci, le public est constamment tenu en haleine par la presse, soit au moment des débats parlementaires soit dans les jours qui précèdent l'émission par une campagne systématique. Chaque emprunt reçoit un nom de baptême — nous dirons encore qu'il est marqué d'un slogan — destiné à conquérir la foule : ce sont, en temps de guerre, les emprunts de la libération ; en temps de paix, les emprunts de Défense Nationale... En outre, non seulement les journalistes, mais aussi les hommes politiques lancent des appels ou signent des articles dans toute la presse en faveur de l'émission nouvelle. Enfin, avec le développement de la T. S. F., c'est la parole même des hommes d'État qui incite le public à souscrire, et, pour l'emprunt de Défense Nationale de mars 1937, nous avons vu participer tous les hommes publics, — au sens le plus large du mot (y compris l'Archevêque de Paris) — à cette « campagne de presse » des plus modernes ¹.

Il serait souhaitable que les villes et départements puissent également disposer de fonds permettant d'user de ces puissants moyens d'information pour organiser la publicité de leurs émissions. Les autorités de tutelle, d'ailleurs, s'y opposeraient rapidement, en limitant à l'avance le quantum des frais d'émission.

1. Notons qu'en outre la législation sur les atteintes au Crédit de l'État (v. *supra*, p. 18) pourrait permettre de lutter contre l'opposition.

CHAPITRE II

LA SOUSCRIPTION

L'organisation matérielle de la souscription comporte l'installation des bureaux d'une part, et l'ouverture de comptes spéciaux d'autre part : ces opérations n'ont pas varié dans leur principe si elles ont été simplifiées par l'abandon de l'ancien mode d'émission. Au contraire, le mécanisme de la souscription s'est profondément modifié depuis 1921 : après avoir exposé dans une première section l'organisation des bureaux et de la comptabilité, nous étudierons le mécanisme de la souscription tel qu'il est prévu par le Règlement de Comptabilité de la Ville de Paris ((S. II) et tel qu'il fonctionnait en pratique dans les derniers temps (S. III); nous serons ainsi naturellement amenés à exposer comment s'effectue le classement des emprunts de ces dernières années.

Section I. — Les Bureaux de souscription. Comptabilité de l'emprunt.

I. — ORGANISATION DES BUREAUX.

Nous avons vu que, lorsque les émissions s'effectuaient selon la formule ancienne, des bureaux de souscription étaient installés à l'Hôtel de Ville de Paris, dans les

mairies de Paris et de la Seine, et dans les agences du département de la Seine des principaux établissements de crédit. Chacun de ces bureaux recevait un numéro d'ordre distinct et une série de numéros de souscription, ces numéros se suivant pendant toute la durée de l'émission¹. Le Receveur municipal remettait en compte à chaque bureau des formules de souscription : à la clôture les formules non employées, erronées ou maculées lui étaient rendues contre décharge.

Chaque bureau se composait de plusieurs agents, trois ou quatre employés du Receveur municipal et un employé du Contrôleur Central. Une certaine division du travail était organisée : le guichetier recevait la déclaration de souscription : un expéditionnaire inscrivait la souscription sur un registre ; le caissier recevait les fonds ; le chef de service remettait le certificat de souscription au client et conservait la déclaration de paiement. L'employé du Contrôle Central intervenait avant la remise du certificat : il recevait le dossier du caissier et devait s'assurer de l'exacte exécution des opérations matérielles, il faisait rectifier les erreurs le cas échéant ; il tenait en outre un registre de souscription et conservait le talon de la souscription en vue de la production à la Cour des Comptes. Pour les bureaux ouverts par les Sociétés de crédit, la division du travail était réglée par les directeurs de ces Sociétés, mais les certificats de souscription remis aux particuliers devaient toujours porter, sous la responsabilité de la Société, deux signatures : l'une au nom du Receveur municipal, l'autre au nom du Contrôleur Central.

1. *Règl. de compt., emprunts municipaux*, § 822 et la suite.

II. — LA COMPTABILITÉ

Plusieurs comptes doivent être ouverts par la Caisse municipale pour permettre de suivre dans tous les détails les opérations multiples nécessaires, depuis l'émission jusqu'à la délivrance des titres définitifs aux particuliers.

Ces comptes hors budget sont de deux sortes : les comptes de numéraire et les comptes de valeur, et dans chacune de ces catégories des comptes spéciaux décrivent des opérations d'ordre.

On ouvrira ainsi les comptes suivants :

— Divers L/C de souscriptions à l'emprunt (Paris et Départements, soit deux comptes) où figurent le montant des souscriptions — comptes d'ordre) ;

— Produit de la souscription où l'on porte le montant des versements sur l'emprunt, par le transport des sommes portées aux deux comptes précédents.

Les comptes de valeurs sont :

L/C. de certificats de souscription de l'emprunt en dépôt pour échange contre des titres définitifs, où l'on constate le nombre de titres délivrés ;

L/C. d'obligations définitives de l'emprunt à émettre.

Des comptes spéciaux sont ouverts pour constater le dépôt d'obligations au porteur à échanger contre des certificats nominatifs.

Lorsque l'opération est terminée, le solde du compte « Produit de la souscription » est porté en recette, au budget à l'article du Produit de l'Emprunt.

Le nombre des comptes était bien plus élevé lorsqu'on appliquait l'ancienne méthode : nous verrons que l'on remettait successivement au porteur des titres provi-

soires, des titres temporaires et les titres définitifs, chacune de ces opérations était constatée dans les écritures du Receveur et faisait l'objet d'ouverture de comptes spéciaux.

Section II. — Étude théorique de la souscription.

(Règlement de Comptabilité de la Ville de Paris.)

Le Règlement de Comptabilité de la Ville de Paris établi en 1878, comprend, en annexe, une analyse des divers modes d'administration où sont données des directives aux fonctionnaires pour l'exécution de diverses opérations administratives. Ces conseils ne participent à aucun degré au caractère impératif du Règlement, l'évolution de l'Administration oblige parfois à opérer de manière bien différente : en matière d'emprunts particulièrement, la réglementation nous apparaît bien vieillie. Il a paru intéressant d'essayer de retracer un bref historique du mode d'émission de 1878 à ces dernières années.

L'économie du système appliqué au moment de la mise en vigueur du Règlement de Comptabilité de 1878, peut se résumer ainsi : on recueillait les souscriptions pendant un temps fixé à l'avance, généralement limité à une journée, puis, si le montant des souscriptions excédait le montant de l'emprunt, on procédait à la réduction des souscriptions. Une émission comprenait donc deux stades : la souscription, la réduction.

Nous avons exposé le mécanisme de la souscription à Paris dans la précédente section consacrée à l'organisation des bureaux. Rappelons seulement que si les Sociétés de crédit organisaient librement le service intérieur, elles devaient suivre strictement les instructions prescrites

aux agents municipaux : elles prenaient en charge les formules de souscription et se conformaient aux règles de comptabilité et de contrôle édictées pour les autres bureaux.

En province, les Trésoriers généraux et receveurs particuliers des finances chargés, ainsi que nous l'avons vu, du service des emprunts de la Ville de Paris, déjà émis, recevaient au moment d'une nouvelle émission des formules de souscription et des registres, et devaient se conformer, tout comme les banques, aux instructions édictées pour les guichets municipaux.

Il faut donc retenir l'uniformité de l'émission, que les souscriptions fussent reçues par des guichets municipaux, par les Trésoreries ou par les établissements privés, les mêmes règles présidaient à l'accomplissement de l'opération et la comptabilité devait être tenue en la même forme. L'exigence de cette uniformité était d'ailleurs très normale, puisque tous ces auxiliaires de l'Administration concouraient à l'aboutissement d'une œuvre de service public.

Si les demandes dépassaient le nombre de titres à émettre il devait être procédé à la réduction proportionnelle du nombre des souscriptions ; un tableau spécial faisait connaître le nombre des obligations à attribuer d'après le nombre des obligations souscrites. Après cette réduction, la liquidation comprenait notamment :

— Le remboursement des excédents de versement aux parties dont les souscriptions ont été réduites ;

— Les versements complémentaires du premier terme pour les autres souscripteurs ;

— La libération facultative, par anticipation, des termes à échoir ;

— Enfin l'échange des certificats de versement contre les titres définitifs.

Toutes ces opérations s'effectuaient non seulement à Paris, mais aussi en Province, où les Trésoriers Généraux devaient les constater sur un registre spécial, des instructions étaient envoyées qui détaillaient la marche à suivre pour la liquidation de l'emprunt.

Le schéma d'une telle émission semble donc relativement simple ; mais en pratique les émissions allaient en se compliquant et l'évolution du système devait conduire à des pratiques que le Règlement ne pouvait prévoir.

Section III. — Le Mécanisme des émissions anciennes.

Le succès qu'ont toujours rencontré les émissions de la Ville de Paris est à l'origine des complications qui furent introduites dans le fonctionnement du système.

Nous avons déjà dit comment étaient disséminés les bureaux de souscription sur le territoire du département de la Seine : un emprunt de la Ville était d'un tel attrait que les gens faisaient queue pendant très longtemps aux différents guichets. Lors du dernier emprunt émis sous cette forme, en 1919, à l'Hôtel de Ville, les guichets municipaux étaient installés salle Saint-Jean et la file du public, sur dix rangées, s'allongeait rue Lobau et au long de la façade du Quai de l'Hôtel de Ville. Tout le personnel administratif de la Préfecture de la Seine était employé à tenir les guichets municipaux, et toute la machine administrative s'arrêtait pendant la durée de l'émission. Même constatation, pour les banques : la vie de la Cité était à peu près complètement arrêtée le jour de l'emprunt. Cette consé-

quence était d'autant plus gênante que, nous l'avons vu, elle n'était nullement compensée par l'obtention de résultats ayant une signification utile pour la valeur du Crédit de la Ville.

En outre, voici un autre aspect, négligé, de pareille situation : la majeure partie des employés mobilisés pour l'émission n'était pas au courant du travail très spécial qu'on lui demandait : il en résultait une multitude d'erreurs que les employés de la Caisse devaient redresser lors de la liquidation de l'emprunt. Enfin le dépouillement des résultats était très long : au moment de la clôture de l'émission, tous les bureaux devaient établir leurs résultats et les envoyer à la Caisse municipale, où ils étaient enregistrés sur des feuilles préparées à l'avance : ce travail de centralisation était d'autant plus long que le succès avait été plus brillant.

Nous nous éloignons ainsi de la sereine simplicité du système qui paraissait découler de la lecture du Règlement de Comptabilité, et cependant, nous ne sommes restés que dans le cadre même du Règlement : nous n'avons pas tenu compte de la variété des coupures offertes au public.

Deux éléments venaient en effet accroître les difficultés matérielles des opérations : l'existence des coupures — des « quarts » d'obligations — et l'existence des souscriptions dites irréductibles, les unes et les autres étant instituées pour permettre à tout citoyen de se procurer les valeurs de la Ville. Les bureaux devaient donc enregistrer séparément les souscriptions par unités et les souscriptions par quarts, les souscriptions irréductibles et les souscriptions réductibles. Ainsi, les opérations de centralisation, s'effectuaient sur quatre états et la liquidation devenait plus complexe.

Ce n'est pas tout : jusqu'à présent le rôle des banques ne nous est pas apparu. Or, nous savons que les banques ont toujours collaboré efficacement au placement des emprunts, la clientèle des guichets municipaux n'absorbant qu'une faible part de l'émission. Ces banques venaient souscrire, tout comme les particuliers, à la Caisse municipale où elles présentaient de grosses souscriptions au nom de leur clientèle.

De par le jeu du système, ces souscriptions devaient subir de fortes réductions, et, pour en évaluer le montant, les banques couraient un double risque. Si l'emprunt était un grand succès, leur souscription pouvait être réduite au-dessous des demandes déjà reçues de leur propre clientèle, et cette dernière n'était pas satisfaite. Et inversement, si la demande était trop forcée la banque risquait de conserver un certain nombre de titres non placés. Les banques ont donc cherché à s'assurer contre ce risque, et d'autre part, de son côté, la Ville de Paris avait intérêt à éviter une sorte de « watering » des demandes qui ne pouvait en fin de compte que nuire à son crédit. Des ententes intervenaient donc entre les principaux établissements et les services financiers chargés de l'émission.

On a d'abord pensé à garantir les grandes sociétés de crédit d'une réduction trop brutale : pour les emprunts de 1910 et de 1912 on établit un maximum de réduction, de partie de la souscription. Cette souscription était dite de garantie ; la liste des sociétés admises à présenter une souscription de garantie était établie par le Préfet et pour les emprunts de 1910 et 1912 on a fixé le montant des obligations à attribuer à la moitié au moins du montant de la souscription de garantie. Les dites sociétés présentaient donc deux sortes de souscriptions : la souscription

de garantie, avec maximum de réduction, et la souscription globale, réductible sans limitation. Elles devaient verser au titre de souscription de garantie 20 francs par obligation souscrite la veille de l'émission ; et au titre de souscription globale, 20 francs par obligation le jour de l'émission. A côté de ces sociétés — dites garantes — les autres banques présentaient des souscriptions globales réductibles.

En 1919, le procédé a été simplifié. Au lieu de fixer un maximum de réduction de la souscription de garantie, on a trouvé plus expédient de fixer un minimum d'attribution. On eut donc deux catégories d'établissements de crédit : les banques qui présentaient une souscription réductible avec minimum d'attribution et les autres banques qui présentaient une souscription réductible sans limitation. Il n'y avait donc plus de souscription de garantie, avec fixation d'un maximum de pourcentage de réduction uniforme pour les Sociétés garantes, tout au contraire, le minimum d'attribution était variable suivant l'Établissement. Ce minimum était établi en tenant compte de la demande de l'Établissement et des précédentes attributions aux souscriptions aux emprunts antérieurs.

La réduction et la liquidation des souscriptions étaient par contre coup profondément modifiées.

Pour les emprunts de 1910-1912, comportant des Sociétés garantes, le coefficient de réduction était déterminé ainsi : on déduisait du nombre d'obligations nécessaires pour couvrir l'emprunt : la réserve, le nombre d'obligations à attribuer aux souscriptions irréductibles, le nombre d'obligations nécessaires pour attribuer une unité aux souscriptions réductibles et le nombre d'obligations à attribuer aux Sociétés garantes sur leur souscription de garantie,

dans le cas où l'application du coefficient obtenu après les déductions précédentes leur attribuait un chiffre inférieur à leur minimum. Pour l'emprunt de 1919 le calcul était simplifié en ce qu'on n'avait à tenir compte que des minima d'attribution et non d'un maximum du pourcentage de réduction.

Le nombre des titres qui restaient à répartir entre les demandes réductibles déterminait le coefficient de proportionnalité qui servait à l'établissement du tableau de répartition.

Tous ces calculs, supposant la mise au point des résultats de l'émission, ne pouvaient s'effectuer immédiatement ; la liquidation de l'emprunt se trouvait donc retardée, et pouvait demander plusieurs semaines. Or, nous avons vu que les Sociétés de crédit présentant des souscriptions réductibles étaient astreintes à verser une certaine somme — 20 francs pour l'emprunt de 1912, 30 francs pour l'emprunt 1919 — par obligation souscrite. Il entraînait ainsi dans la Caisse de la Ville des fonds qui devaient être rendus aux banques et aux particuliers au moment de la liquidation, et ces fonds s'élevaient à plusieurs millions. Il ne pouvait être question d'immobiliser des sommes d'un montant aussi élevé dans les Caisses municipales. Dès le lendemain de la clôture de l'émission, on effectuait une liquidation provisoire afin de restituer la majeure partie de ces fonds, le surplus n'étant reversé que lors de la liquidation définitive.

Un tel système portait donc en germe des vices tels que l'on s'ingéniait à y remédier dès qu'ils étaient trop gênants. Mais ces atténuations apportées lorsque le besoin s'en faisait sentir, avaient pour résultat d'accroître sans cesse la complexité de l'émission. Lorsque cette dernière s'ac-

compagnait de remboursements d'emprunts antérieurs les difficultés étaient très grandes. L'emprunt de 1500 millions de 1919 qui comportait outre l'émission proprement dite un échange de bons de caisse émis pendant la guerre et la reprise d'obligations quinquennales émises en 1917 reste un modèle du genre ; et aux employés de la Caisse municipale qui y ont participé, cette émission a laissé le souvenir d'un travail pénible et exténuant non seulement le jour même de l'ouverture, mais aussi pendant la période postérieure qui fut consacrée à redresser les erreurs commises par certains bureaux dont les employés n'étaient pas — de par leurs fonctions administratives normales — préparés à ce genre de travail.

Enfin, il faut noter, comme dernière conséquence de l'évolution du système, la modification du rôle du Receveur municipal. D'après le Règlement de Comptabilité, le Receveur municipal semble avoir la place prépondérante en matière d'émission : il organise ses bureaux, il reçoit les souscripteurs, il procède à la liquidation.

En réalité, nous avons vu qu'un arrêté du Préfet admettait certaines banques à présenter des souscriptions de garantie ou des souscriptions avec minimum d'attribution. Cet arrêté était notifié pour exécution au Receveur municipal — et il constituait en même temps une pièce justificative pour la Cour des Comptes. Mais il était établi par le service chargé de l'émission, et au moment où on ne s'est plus contenté de recevoir les souscriptions mais où l'on a posé des règles pour certaines d'entre elles, la souscription doit être dirigée et surveillée et la responsabilité en revient au service administratif chargé des opérations financières. Le Receveur municipal n'a plus qu'un rôle d'exécution pure ; sa responsabilité envers le juge des

comptes se trouve dégagée par l'arrêté préfectoral lui ordonnant d'agir de telle façon (en l'espèce de recevoir une souscription de tant d'obligations de telle banque). Les choses sont allées si loin dans ce sens qu'à l'heure actuelle, le Receveur municipal n'ouvre pas lui-même les comptes spéciaux nécessités par une émission, ce qui semble pourtant devoir être le minimum, mais il n'agit qu'en vertu d'un arrêté préfectoral lui prescrivant l'ouverture de comptes nommément désignés. Il faut ajouter que cette tendance à la restriction des responsabilités du Receveur municipal n'est pas spéciale aux émissions et que cette évolution, dans la plupart des cas, s'est produite à la demande même du Receveur. On peut admettre qu'il y a là une exagération, surtout lorsqu'il s'agit de mesures de simple ouverture de comptes d'ordre.

L'emprunt de 1919 avait accusé les inconvénients du mode d'émission en vigueur, bien qu'il ait été réalisé une simplification avec l'adoption du minimum d'attribution. On a pu constater, par ailleurs, que les idées avaient évolué depuis la période d'avant-guerre, et que l'on n'attachait plus la même importance à ces records que l'on poursuivait et qui, en fait, étaient la raison d'être, inconscients d'ailleurs, de cette modalité. A quoi bon dès lors pouvoir annoncer qu'un emprunt était couvert 70 ou 90 fois si l'attention générale se détache de ce résultat et si l'on devait déjà limiter la faculté de réduire les souscriptions. Et, d'autre part, la création d'un assez grand nombre d'agences nouvelles des établissements de crédit entraînait une plus importante complication de la comptabilité. Dans ces conditions, il était bien plus simple de clore l'émission dès que l'ensemble des titres étaient placés : la nouvelle méthode fut appliquée au premier emprunt réalisé

par souscription publique, celui de 350 millions de 1928 : elle coïncidait d'ailleurs avec un changement de personnel.

Section IV. — Le Mécanisme actuel de la souscription des emprunts.

Le seul point délicat dans le système actuel est de clore l'émission au moment où l'ensemble des titres est placé : le service chargé de l'opération doit donc en suivre le développement à tous instants.

Toutefois, il ne saurait être question, pour lui, de rester en contact avec chacun des guichets ouverts : mais il surveille l'activité des principaux qui se comportent en chefs de file. Ce sont les Trésoriers Généraux d'une part, les correspondants financiers et banques agréées d'autre part. Les seuls guichets municipaux qui fonctionnent étant ouverts à la Caisse municipale, il n'existe aucune difficulté pour suivre les opérations de ce côté-là.

Pour faciliter la surveillance de la souscription, le service opère *a priori* une répartition des titres entre les Trésoreries d'une part, et les banques d'autre part. Ce contingent n'est d'ailleurs pas fixé *ne varietur* ; à l'origine il est déterminé en tenant compte des résultats des émissions précédentes. Nous allons exposer comment se déroulent les opérations avec les Trésoreries d'une part, et avec les Banques d'autre part. Nous n'insisterons pas sur les guichets fonctionnant à l'Hôtel de Ville : un contingent leur est attribué également ; les souscriptions sont reçues comme nous l'avons indiqué dans la section précédente ; à la fin de chaque séance, le Receveur municipal fait connaître au Préfet de la Seine (Direction des Finances), le nombre de titres qui ont été souscrits dans

la journée ; cet état indique aussi le nombre de titres souscrits depuis l'ouverture de l'émission.

Il n'y a pas lieu d'insister sur le cas du Crédit Foncier, de la Caisse des Dépôts et Consignations ou de certaines Caisses de Retraite des divers concessionnaires ou régisseurs des services publics municipaux : ils ont dû faire connaître le nombre de titres qu'il leur est possible d'acquérir, et il est passé avec eux dans la même forme qu'avec les Banques agréées, autant de traités de gré à gré en marge de la souscription proprement dite. Nous avons vu d'ailleurs que la participation de ces établissements est très faible, et l'intérêt de la question est concentré dans l'intervention des Trésoreries Générales d'une part, et des Établissements de crédit d'autre part.

I. — LES TRÉSORERIES GÉNÉRALES

Le contingent global des comptables du Trésor est réparti entre les Trésoreries Générales, compte tenu du nombre de titres placés lors des emprunts antérieurs. Chaque Trésorier répartit ses titres entre ses comptables subordonnés (receveur particulier ou certains percepteurs) selon les instructions qu'il reçoit du Préfet de la Seine ; nous avons vu que, sur ce point, il lui a été laissé toute initiative pour l'emprunt de 1937. Il est expressément recommandé aux Trésoriers de transmettre en fin de journée, par télégramme suivi d'une lettre confirmative, le nombre des titres souscrits dans la circonscription depuis l'ouverture de l'émission. Si son contingent est épuisé, et même avant, le Trésorier peut demander l'attribution d'un nombre de titres supplémentaires : sa demande sera satisfaite compte tenu des demandes qui se sont produites

par ailleurs et des disponibilités. En aucun cas le Trésorier ne doit excéder le contingent qui lui est fixé.

Le mécanisme est donc des plus simples. Le point important est la communication immédiate des résultats quotidiens, et on conçoit pourquoi pendant un certain temps les percepteurs ont été exclus des émissions.

II. — LES BANQUES

(Etablissements de crédit, banquiers, courtiers, etc.)

Nous savons que parmi les banques, on distingue deux groupes : les correspondants financiers et les banques agréées. Pour chacune de ces catégories, le service fixe un contingent qui peut varier d'ailleurs au cours de la durée de l'émission.

Nous avons vu que les correspondants financiers comprennent les établissements qui prennent une part importante aux opérations intéressant les valeurs de la Ville de Paris : le contingent qui leur est attribué est en conséquence assez élevé. Il varie d'ailleurs selon les emprunts et selon les époques : la tableau ci-contre indique quelle a été leur activité pour le placement des emprunts municipaux.

On voit que la proportion des titres souscrits est très élevée, et comprise entre 70 et 75 p. 100 et en conséquence le contingent initial qui leur est attribué *a priori* est un peu inférieur.

L'intervention massive de ces établissements est réglée minutieusement ; des précautions sont prises de part et d'autre : par les correspondants, au cas où l'emprunt se placerait mal ; par la Ville qui a intérêt à se soustraire le

EMPRUNTS	NOMBRE de titres émis.	TITRES PLACÉS par les correspondants financiers.		POURCENTAGE
1928. . . .	350.000	296.845	84,80	%
1929. . . .	2.300.000	1.597.505	73,59	
1930. . . .	476.300	445.194	82,35	
1930. . . .	4.950.000	4.275.000	65,38	
1931. . . .	2.500.000	1.827.477	73,09	
1932. . . .	1.250.000	974.950	81,90	
Fortif. 1932. . . .	216.000	152.058	70,39	
1934. . . .	750.000	544.858	72,69	
Fortif. 1934. . . .	394.027	290.000	73,59	
1935. . . .	720.000	525.000	72,91	
1937. . . .	900.000	765.000	85	
Moyenne générale. . . .				72,95 %

plus possible aux conditions du Consortium ¹ si elles apparaissent trop élevées.

Le contingent est quelquefois fractionné en deux ou trois ou même quatre tranches. Les correspondants financiers, sans solidarité entre eux, garantissent avant l'heure d'ouverture officielle des guichets, le placement de la première tranche. Les autres tranches constituent des options qu'ils doivent lever à des dates déterminées.

Ainsi, pour l'emprunt 5,50 p. 100 1937, ils garantissaient le placement des 168.750 titres de la première tranche ; les options de 168.750 titres également devaient être levées dans les délais maxima de huit jours francs, seize jours francs et vingt-quatre jours francs à dater du jour de l'ouverture de la souscription.

Enfin la Ville se réserve le droit de minorer à sa guise le contingent de la dernière tranche si les correspondants n'ont pas encore levé l'option correspondante. Elle le fera

1. Il ne peut s'agir juridiquement d'un consortium, mais il est évident que ces 10 ou 12 établissements, choisis ainsi qu'il a été dit, bien qu'agissant individuellement, représentent un groupement de fait très important.

pour satisfaire aux demandes supplémentaires des autres banques, si leurs conditions sont plus avantageuses que celles des correspondants financiers.

Ainsi l'attribution de la quatrième tranche ne sera effectuée que dans la mesure des disponibilités au jour où l'option parviendra à la Préfecture.

Il faut noter que l'agencement de ces dispositions revient pour la Ville, à passer des traités de gré à gré successifs avec les établissements. Lorsque la première tranche est en bonne voie de placement, les correspondants financiers lèvent la première option, — chacun pour son compte — ils garantissent ainsi le placement de la deuxième attribution aux conditions fixées par l'engagement, et le contrat se renouvelle ainsi jusqu'à la levée de la dernière option.

En ce qui concerne les autres banques, la Ville, par le procédé de l'attribution ferme, est arrivée à utiliser simultanément le marché de gré à gré, et à défaut de l'adjudication, l'appel à la concurrence.

Les banques agréées sont invitées à faire connaître, à date déterminée, le nombre de titres qu'elles désirent obtenir et le montant de la commission qu'elles demandent. Il est bien spécifié que ces demandes d'attribution peuvent être minorées par l'Administration quant au nombre des titres.

Ces demandes sont examinées par le service. Il est tenu compte du nombre de titres que la banque avait placé lors des émissions précédentes, ainsi que des modifications ayant affecté la capacité de placement de l'établissement : création d'agences nouvelles, fusion de plusieurs sociétés, résultats des bilans, etc.

L'appréciation peut être délicate ; mais en tout état de cause, et si une banque s'acquitte mal de son opération, son contingent de l'émission future sera réduit ; en cas de faute grave, elle pourrait n'être plus agréée pour le placement des emprunts.

La demande de la banque sera encore réduite en quantité si la commission ou la ristourne demandée est d'un taux trop élevé. Le service propose au Préfet de la Seine de satisfaire en premier lieu les établissements qui demandent le moindre prix : on pratique ainsi, entre les maisons de banque, sans discussion sur le montant de la commission (ou de la ristourne) qui demeure celui du demandeur, une sorte d'adjudication dépouillée de toutes les formalités administratives et par là même excluant toute entente entre les établissements intéressés.

La Ville passe donc ainsi une série de traités de gré à gré, simultanés dont les conditions sont susceptibles de varier pendant la durée de l'émission. Nous avons déjà exposé comment les banques placent le titre dans leur clientèle, et comment le prix de la commission varie au cours de l'emprunt. Lorsqu'un établissement a placé la totalité de son attribution, il produit une nouvelle demande au service, et si une baisse de la commission est constatée sur le marché, elle profite à la Ville au moment où se produisent ces demandes nouvelles. Et si l'activité de ces banques agréées leur permet d'absorber le contingent qui leur a été attribué *a priori*, la Ville se servira de son droit de minorer les options des correspondants financiers, dans la mesure où elle pourra le faire sans trop mécontenter ces derniers, à condition évidemment que ceux-ci lèvent immédiatement leurs options.

Enfin nous devons signaler le rôle particulier tenu par

certain courtiers de banque et de change agréés par la Compagnie des Agents de Change. En échange des services rendus, certaines banques agréées — en même temps qu'elles produisent des demandes d'attribution ferme — prennent du titre à leurs courtiers, ce qui revient à leur abandonner une partie de la commission. Cette pratique semble n'intéresser que les relations existant entre la banque et son courtier, toutefois il apparaît clairement que la banque peut trouver là un moyen de prendre plus de titres qu'elle n'en pourrait placer et de nuire ainsi au succès de l'émission. Ces courtiers sont introduits à la Préfecture de la Seine en raison des placements de trésorerie de la Ville de Paris et du département de la Seine. On leur réserve un certain contingent qu'on leur attribue en même temps qu'aux banques agréées. Pour placer leurs titres, ils s'adressent donc à leur clientèle bancaire et la Ville exige d'eux qu'ils indiquent pour le compte de qui ils agissent et déclarent le nombre de titres qu'ils prennent pour chaque client. Dans ces conditions, il est facile de mieux surveiller l'activité des banques. L'intervention des courtiers permet aussi à un établissement dont la demande propre d'attribution ferme aurait été trop fortement réduite, ou même écartée, de placer la quantité de titres correspondant à ses besoins réels. L'Administration se refusant, pour des motifs faciles à deviner, à discuter de commission ou de ristourne, ne pouvait faire autrement. Il appartient dès lors à l'établissement évincé de trouver ailleurs le moyen de satisfaire sa clientèle. Enfin, les banques qui n'ont pas produit de demandes peuvent obtenir du titre par l'intermédiaire des courtiers : elles font ainsi connaître leur activité et ne seront pas écartées lors d'une prochaine émission.

Somme toute, l'action des courtiers est comparable à celle d'un volant régulateur et profite aussi bien à la Ville qu'aux établissements bancaires.

Le rythme du placement est donc suivi de très près, et en fin de chaque journée le service sait très exactement le nombre de titres attribués. Dans ces conditions, il lui est possible de clore les opérations de l'émission en temps opportun. Si, par accident, il a été placé plus de titres que n'en comporte l'émission, la Ville demande à certains souscripteurs d'abandonner une partie de leur souscription, et si cela ne suffit pas, elle procède à des rachats en bourse. Dans ce dernier cas, et s'il en ressort une perte, elle sera supportée par les frais d'émission.

Le plus souvent, la Ville avant de clore l'émission se ménage une réserve de titres en vue précisément de faire face aux erreurs possibles. Ces erreurs sont imputables à des transmissions de résultats défectueuses, et d'importance généralement minime. Dès que tous les résultats sont connus, la Ville écoule les quelques titres de la réserve directement dans le public, soit par le guichet de la Caisse municipale, soit au moyen de ventes en bourse.

Ce procédé a de gros avantages sur l'ancienne méthode : plus simple, il comporte beaucoup moins d'occasions d'erreurs ; enfin il ne prétend pas mesurer ostensiblement le crédit de la Ville. La durée de la souscription dépend évidemment des conditions du marché ; elle varie de un jour à deux ou trois semaines pour un emprunt de l'ordre de 1 milliard. Rappelons que l'emprunt de 1.500 millions de 1919 avait été couvert plus de 90 fois en quelques heures. Il est vrai que les contingences économiques ne sont pas comparables, mais le rapprochement de ces deux résultats fait tout au moins sentir combien le procédé

ancien s'éloignait de la réalité et par là même faisait une grande part à l'artificiel.

Par contre, on peut se demander si ce procédé ancien n'était pas moins onéreux, mais avant d'examiner ce point, nous allons étudier dans le dernier chapitre de cette partie la rémunération des intermédiaires.

CHAPITRE III

LE RÈGLEMENT DE L'OPÉRATION

Le règlement de la souscription proprement dite comprend deux choses différentes : la centralisation des fonds recueillis par ces derniers, le versement de la rétribution aux intermédiaires.

Une souscription publique ayant pour conséquence un certain travail pour les intermédiaires, il est tout à fait normal que ceux-ci y trouvent une rémunération et nous avons déjà signalé les commissions allouées aux agents du Trésor : commission de placement et commission de centralisation pour les Receveurs des finances et pour les Trésoriers Généraux. Les taux de ces commissions sont fixés par le ministre des Finances.

Si cette commission aux agents du Trésor ne soulève aucune difficulté, il n'en est pas de même de la rétribution des banques : cette question a fait l'objet de maints débats tant à travers la presse qu'au Parlement. Ce n'est d'ailleurs pas l'existence de la rétribution qui est discutée, mais bien les taux mêmes, que certains esprits jugent excessifs.

On pourrait observer en premier lieu que toute discussion sur un taux est inutile, qu'il s'agisse du taux de rétribution ou du taux de l'intérêt. Les questions de moralité n'ont pas à intervenir dans ce sujet : nous savons que

les taux sont fonction d'un ensemble d'éléments, et nous avons vu ¹ à la suite de quelles circonstances, lors de l'emprunt de Défense Nationale de mars 1937, les taux des commissions sont passées de 15 francs à 30 francs pour mille. Cependant, étant donné les controverses qui existent à ce sujet, il n'apparaît pas inutile d'examiner à quoi correspond cette commission allouée aux banques ².

Au moment d'une émission, une banque non seulement s'impose un surcroît de travail, mais encore s'expose à divers frais : frais d'imprimés et de correspondance envers ses clients, frais de tenue d'une comptabilité. Ces frais sont d'autant plus élevés que les conditions de placement sont plus difficiles : la rétribution correspond pour partie au remboursement de ces frais. Nous avons vu en outre ; que certaines banques — les correspondants financiers de la Ville de Paris et du département de la Seine — garantissaient le placement de leurs attributions successives : cette garantie crée un risque qui justifie un supplément de rétribution. Remarquons que cette garantie pourrait ne pas exister, étant donné le crédit particulier de la Ville de Paris. Mais elle a pour effet d'intéresser plus intimement les dites banques à l'emprunt. Il faut bien noter que les autres collectivités ainsi que l'État, s'assurent cette garantie des banques, le plus souvent de manière officieuse : la Ville de Paris se doit de ne pas se placer dans une position inférieure, et dès lors qu'elle est amenée à agir dans ce sens, pourquoi ne pas le faire ouvertement ?

Enfin la banque ne conserve pas toujours par devers elle la totalité de la rétribution. Nous avons vu comment,

1. *Supra*, p. 93.

2. Voir sur ce point la thèse de M. Saunier : *La collaboration des banques et du Trésor*, Paris, 1934.

pour assurer le placement de ces titres, elle faisait appel à d'autres intermédiaires : ses succursales ou agences ; d'autres banques et courtiers à qui elle doit aussi abandonner une partie de cette rétribution imposée ou discutée selon les difficultés du placement.

Dans la mesure où la rétribution correspond à un honoraire, son taux varie selon l'importance du service rendu. Ce taux sera plus élevé en période de crise économique qu'en période normale. Il sera plus fort aussi pour un emprunt de montant très élevé ou comprenant un nombre de coupures très grand, et il est normal qu'une banque reçoive le cas échéant une rétribution par titre plus élevée si elle assure le placement d'un plus grand nombre de titres : il existe une échelle des taux correspondant à l'importance des attributions. Ainsi on ne rétribue pas d'ordinaire les souscriptions inférieures à 100 titres ; et les taux seront fixés par exemple à 10 francs par titre jusqu'à 300 titres, 12 francs de 300 à 500, avec un maximum de 23 à 25 francs pour plus de 1.000 titres. Il se passe là quelque chose d'analogue aux différences constatées entre les prix des autres marchandises selon que l'acheteur est un grossiste, semi-grossiste ou détaillant.

La fixation du montant de la rétribution due à une banque suppose donc que l'on a fait la somme des attributions successives qu'elle a obtenues afin d'y appliquer le taux correspondant. Cela nécessite un travail de dépouillement après lequel le versement des rétributions est prescrit au Receveur municipal par un arrêté préfectoral.

Le versement par les intermédiaires du produit de leur souscription ne saurait non plus se faire immédiatement. C'est pourquoi des délais sont accordés à cet effet, ils sont calculés aussi largement que la situation de trésorerie et

le souci de mener rapidement le placement à bonne fin le permettent. Il en résulte que les banques disposent pendant quelques jours d'une masse d'argent court et l'intérêt qu'elles en tirent constitue pour elles un gain supplémentaire qui n'est pas négligeable.

Toutefois, ces délais ne sauraient être calculés trop largement, sinon la collectivité court le risque de supporter la charge d'une crise bancaire ou tout simplement de la défaillance d'une banque obligée subitement de fermer ses guichets. Nous reviendrons sur ce point ultérieurement.

Cette méthode est-elle plus onéreuse pour les finances municipales que le système ancien ? Il est fort délicat de se prononcer. Le taux de revient d'un emprunt est fonction de bien des éléments réagissant les uns sur les autres, et la rétribution des banques n'en est pas le plus important. Le prix d'émission et le taux nominal d'intérêt ont une part prépondérante : il est évident que leur fixation est indépendante de la méthode de placement suivie.

En ce qui concerne les taux des rétributions il ne pourrait s'établir de comparaison qu'entre les taux fixés lors d'un emprunt d'un montant analogue aux emprunts actuels, encore faut-il faire bien des réserves. Toutefois, pour fixer les idées, prenons l'emprunt de 1910 de 235 millions. Il comprenait plus de 600.000 titres de 400 francs : par sa valeur or il se rapproche des grands emprunts de l'époque actuelle. Cet emprunt comprenait, naturellement, des quarts d'obligation, des souscriptions irréductibles, et parmi les souscriptions réductibles, on distinguait une souscription de garantie présentée par une quinzaine de gros établissements de banque que l'on ne pouvait réduire

de plus de moitié et la souscription réductible sans limitation.

Les commissions étaient ainsi réglées :

5 francs par titre attribué dans la souscription de garantie ;

3 francs par titre attribué de la souscription réductible ;

2 francs par certificat de versement utilisé dans les guichets installés dans les banques pour recueillir les souscriptions irréductibles ;

2 francs aux Trésoriers Généraux, soit par titre attribué de la souscription réductible, soit par certificat de versement utilisé pour les quarts et unités irréductibles.

Nous avons vu que les taux pratiqués actuellement se chiffrent de 10 à 25 francs ou 30 francs selon les cas. On peut dire que, compte tenu de la dévaluation monétaire de 1928 ¹, les taux sont équivalents.

Le montant des commissions allouées s'était élevé à 1.935.373 francs. Mais dans ce total ne sont pas compris les frais affectant les souscriptions aux guichets municipaux. Nous avons vu que ces guichets étaient tenus par des employés de la Préfecture, et des inspections étaient effectuées par des chefs de bureau ou des chefs de service. A tous était attribué une indemnité correspondant à ce travail supplémentaire ou à celui qu'ils avaient été obligés de faire pour rattraper le temps perdu ; enfin la liquidation provisoire à laquelle il était procédé immédiatement augmentait également ces frais de personnel.

Ce serait donc une erreur de croire que le placement des titres aux guichets municipaux s'effectuait gratuitement : il donnait lieu à des frais d'administration.

1. Il est trop tôt actuellement pour que l'influence de la dévaluation de 1936-1938 se soit exercée dans ce domaine.

On peut noter le montant assez élevé des commissions : sur 1.935.373 francs il était attribué 1.500.000 francs aux grands établissements pour leur souscription de garantie et 172.972 francs au titre de commission de guichet ; 60.795 francs aux autres banques et 141.606 francs aux Trésoriers Généraux. Les principaux établissements avaient donc obtenu, au titre de la souscription de garantie, plus de la moitié de l'emprunt, par contre les autres banques, avec 20.000 titres, n'ont placé environ que 3 p. 100 de l'emprunt. Leur part actuelle s'est élargie puisqu'elles obtiennent environ de 10 à 15 p. 100 du nombre des titres. Notons, pour finir, le montant élevé de la commission de guichet (allouée, rappelons-le, aux principaux établissements de Paris) : à l'époque actuelle, où la souscription s'étend sur deux à trois semaines, le montant serait certainement très élevé dans l'hypothèse où les banques consentiraient encore à prêter même un seul guichet par agence pendant un aussi long temps.

Nous voyons, par ce dernier trait, qu'il ne faut pas pousser trop loin la comparaison entre les deux méthodes. Non seulement la monnaie n'a plus la même valeur, mais encore — compte tenu de ce correctif — les obligations ne sont pas de montant équivalent (1.000 francs 1928 ne sont que 200 francs Germinal) et par suite un emprunt comporte relativement un plus grand nombre de titres. Enfin les circonstances économiques sont totalement différentes : cet ensemble de faits interdit d'entreprendre une comparaison précise, pour laquelle il faudrait supposer « toutes choses égales d'ailleurs ».

On peut seulement conclure que : si à l'heure actuelle une émission paraît onéreuse, elle était également onéreuse avant guerre, et à peu près dans les mêmes proportions.

Le prix de revient d'un emprunt, ne saurait d'ailleurs s'élever indéfiniment, et il est reconnu que dès que le taux atteint un certain chiffre, 10 ou 12 p. 100, il est préférable de revenir à l'impôt pour financer les dépenses, sauf à réduire celles-ci au strict minimum.

Supposons par exemple que l'on veuille construire un groupe scolaire. Le coût de l'opération doit s'élever à 100 millions. Si l'on doit emprunter cette somme, et que le taux de revient de l'emprunt ressorte à 10 p. 100, il faudra trouver annuellement une somme de 10.600.000 francs pour assurer le service intérêts et amortissement de l'emprunt en trente ans et par suite créer des impôts : droits d'octroi ou centimes additionnels devant procurer cette somme annuelle. Dans ces conditions, au lieu d'imputer les travaux sur le fonds d'emprunt il y aura intérêt à en effectuer une partie directement sur le produit de l'impôt qu'il faudra de toutes façons consentir quitte, s'il est possible, à répartir le plan de campagne sur plusieurs années, voire à reporter partie des travaux à des temps plus éloignés. En outre, la situation du marché financier n'aura pas été alourdie par cette émission supplémentaire, le crédit aura tout au contraire été ménagé pour l'avenir. Il existe donc des limites économiques à une politique d'emprunts massifs : il ne faut pas perdre de vue que l'emprunt n'est qu'un mode de financement des dépenses, qui ne saurait être employé de façon prépondérante, de même que l'impôt ne saurait à lui seul suffire à satisfaire les besoins financiers sans tarir rapidement les facultés contributives du pays. L'emploi judicieux de ces deux procédés est affaire de politique budgétaire, ce que le Baron Louis a pu exprimer dans sa formule connue « faites-moi de bonne politique, je vous ferai de bonnes finances ».

TROISIÈME PARTIE

OPÉRATIONS POSTÉRIEURES A LA SOUSCRIPTION

L'action administrative, particulièrement intense au moment de l'émission, continue après la clôture des opérations de souscription.

Si la souscription a pour effet matériel de faire entrer des fonds dans les Caisses publiques, elle comporte en outre des effets juridiques : en particulier elle fait naître « l'obligation » de la collectivité envers les particuliers et, pendant toute la durée de l'emprunt, il va falloir exécuter le contrat.

Les prestations sont matérialisées dans un titre qu'il convient de délivrer aux souscripteurs (chap. I), elles consistent en le service de l'emprunt (chap. II) et aussi dans la nécessité de veiller à assurer la sécurité du titre en prévenant toutes les falsifications possibles (chap. III).

CHAPITRE PREMIER

DÉLIVRANCE DES TITRES

Il est remis au public, au moment de la souscription, non les titres eux-mêmes, mais des certificats de souscription destinés à être échangés ultérieurement contre

les titres. Il semble qu'il y ait là un mécanisme inutile, et qu'il devrait être possible de remettre immédiatement les titres contre le prix de la souscription. Mais cela suppose que la Ville puisse procéder à leur impression à l'avance : nous verrons, avant de traiter de la délivrance elle-même, que cette opération est plus complexe qu'il ne le semble à première vue.

Section I. — Les Opérations préliminaires.

Le titre remis au souscripteur étant la matérialisation de la créance acquise contre la collectivité, il serait normal que toutes les clauses du contrat y soient reproduites. Toutefois, il ne peut guère être question d'imprimer *in extenso* le cahier des charges de l'emprunt sur une obligation, à moins de mettre en circulation, moyennant des frais d'impression élevés, des titres encombrants, d'un maniement mal commode, et dont la durée de conservation serait assez faible. On se contente de ne reproduire que les mentions d'une utilité actuelle : ce sont celles qui permettent d'individualiser le titre (type de l'emprunt, taux de l'intérêt, valeur de l'obligation et son numéro) ainsi que les clauses concernant l'avenir, par exemple le tableau d'amortissement de l'emprunt, le tableau des lots, les modes de paiement des intérêts et des titres amortis¹.

Or, nous avons vu que la détermination de ces derniers points n'est effectuée que dans les derniers jours précédant l'ouverture de la souscription — et pour tel emprunt, tous ces éléments ont été modifiés la veille du jour de l'émission.

1. Il ne semble d'ailleurs pas que cette pratique soit d'une grande utilité pour autant que l'on puisse en juger par le grand nombre de renseignements demandés soit aux guichets, soit par correspondance : la grande masse des porteurs ne lit pas ses titres.

Par ailleurs, nous avons vu également qu'en mars 1937 la Ville a dû retarder son émission pour permettre à l'État d'intervenir pour lui-même sur le marché. Dans ces conditions d'exécution, il est impossible à la Ville de faire imprimer ses titres à l'avance, elle ne peut préparer cette impression qu'au moment de l'ouverture de la souscription. On pourrait également observer que la durée de l'impression étant de l'ordre de deux ou trois mois, il est impossible de prévoir aussi longtemps à l'avance les conditions dans lesquelles on pourra émettre. Si l'État parvient à délivrer immédiatement certains titres, c'est uniquement qu'il s'agit de valeurs admettant une rédaction différente de celle des obligations municipales : c'est le cas des bons du Trésor de 1.000 francs par exemple de l'année 1937 ; des bons de la Défense Nationale (1.000 francs à deux ans émis le...) dont le prix de vente est fixé par un arrêté du ministre des Finances ; c'est aussi le cas des rentes (titre de 100 francs de rente par exemple) dont le prix, également fixé par arrêté ministériel n'a pas à être indiqué sur le titre lui-même. Mais lorsqu'il s'agit d'obligations, l'État est logé à la même enseigne que la Ville et ne délivre ses titres que plusieurs mois après la souscription.

Ajoutons également que la Ville, lorsqu'elle a émis la seconde tranche de l'emprunt 4 p. 100 des fortifications, a pu délivrer les titres au moment même du paiement : il avait été décidé, en effet, que ce serait le type général des émissions réservé à l'aménagement de la zone ; les circonstances, et notamment les observations des autorités de tutelle, ont obligé d'abandonner cette décision d'uniformité.

Enfin, pour en terminer avec la rédaction du titre, le

coupon doit porter les mentions qui permettent de faciliter le travail du classement et de l'émargement : date de l'emprunt, numéro du titre, date et numéro de l'échéance et valeur du coupon.

Les opérations préliminaires consistent en le choix de la forme du titre, en l'impression et en la vérification des formules que l'on va livrer au public.

La première opération consiste à déterminer le dessin du titre : à chaque emprunt correspond sur le cartouche du titre, une figure allégorique ; cette vignette, quelquefois réduite à des cadres décorés, varie d'une émission à l'autre afin de différencier les émissions et aussi de décourager les tentatives d'imitations frauduleuses. Les dimensions du titre dépendent de la grandeur de cette figurine, elles doivent permettre cependant l'impression à caractères suffisamment lisibles des mentions dont il vient d'être question. Enfin le nombre de coupons attachés au titre est variable ; pour un emprunt de courte durée (15 ans par exemple) on prévoira une feuille de 30 coupons à échéances semestrielles ; pour un emprunt de durée plus longue — et surtout s'agissant d'un emprunt comportant un grand nombre d'obligations — on ne prévoira qu'une feuille de 30 à 40 coupons, sauf à délivrer ultérieurement les coupons suivants.

Cette pratique a l'inconvénient, du point de vue du Receveur municipal, d'engager sa responsabilité au moment du recouppement. Cette opération est en effet assez délicate, et il convient d'éviter des erreurs dont l'effet serait d'exposer le Receveur à payer indûment des lots ou des coupons. Elle peut s'effectuer selon deux méthodes : le renouvellement, ou le recouppement proprement dit.

Le renouvellement consiste à réimprimer de nouveaux

titres que l'on échange contre les titres anciens démunis de coupons. La difficulté de l'exécution consiste à remettre au porteur une obligation portant identiquement le numéro de celle qui est échangée. Les valeurs de la Ville de Paris comportant des lots, on ne peut songer à un échange nombre pour nombre de titres nouveaux portant une autre série de numéros — à moins de procéder à une nouvelle mise en roue de l'emprunt, ce qui reviendrait à faire une émission nouvelle. Le risque réside dans le fait de délivrer une obligation contre une autre ne portant pas le même numéro, de telle sorte qu'il y aura en circulation le titre nouveau, et le titre ancien qui n'aura pas encore été présenté à l'échange. Si ces obligations sont primées, le Receveur s'expose donc à payer des lots aux deux porteurs dont la bonne foi peut être entière, si notamment ils ont acquis leur titre en Bourse. D'autre part, l'expérience a prouvé qu'il était très difficile de reprendre une obligation délivrée par erreur, le public tenant à conserver les titres qui lui ont été attribués.

Ces difficultés ayant été mises en lumière lors du renouvellement de l'emprunt de 1904, il n'est plus procédé depuis qu'au recoupponnement des titres : le procédé consiste à coller au cartouche démunis de coupons une nouvelle feuille de coupons. Il est ainsi plus facile de vérifier l'identité de numérotage des coupons et du cartouche ; et si une erreur se produisait, le titre reviendrait assez rapidement à la Caisse municipale, car, un doute subsistant sur l'authenticité du numéro, la Chambre Syndicale des Agents de Change refuserait de négocier l'obligation. Au lieu de porter sur le paiement de lots, la responsabilité du Receveur est ainsi limitée au paiement de quelques coupons. Aussi du point de vue de la Caisse municipale, le recouppon-

nement — comme le renouvellement — est une opération qu'il conviendrait d'éviter.

Il se justifie cependant par des économies sur les frais d'émission. Ces dernières résultent de ce que l'on ne recoupe évidemment pas les titres amortis ; et si l'emprunt est d'un montant élevé, l'économie ainsi réalisée sur le papier et sur l'impression est suffisamment forte pour compenser et au delà les frais du recouppement — qui comprennent entre autres des dépenses de personnel très élevées. Cette proposition devient évidente s'agissant d'un emprunt contracté à un taux élevé, que l'on peut espérer convertir dans un avenir proche. Par exemple, les emprunts de 1.500 millions de 1919 et de 1.800 millions de 1921 ont été respectivement remboursés en 1929 et en 1931 : ils n'ont donc duré que dix ans, et l'expérience prouve qu'on a eu raison de ne prévoir qu'une feuille de 42 coupons.

Lorsque le service de l'émission est en possession du papier filigrané, il procède à une adjudication pour désigner l'entrepreneur qui sera chargé de l'impression. Cet entrepreneur est soumis à des règles très strictes : il prend en charge un nombre de feuilles déterminé (et fixé en tenant compte d'un nombre forfaitaire de feuilles fautées), qu'il doit représenter à la livraison en totalité. Il est prévu des pénalités sévères au cas où il livrerait des titres portant le même numéro, où les titres défectueux ne seraient pas réimprimés dans un délai très court (trois jours) et où le nombre de titres refusés pour imperfections dépasserait le nombre de feuilles accordées comme passe. Enfin, un contrôle permanent est exercé par les agents de l'Administration durant l'opération.

Aussitôt imprimés, les titres sont remis à la Caisse municipale qui les prend en charge, et dès lors toutes les opérations se passent sous la responsabilité du Receveur municipal¹. Il est procédé au timbrage des titres (timbres secs du Contrôleur Central et de la Caisse municipale) et à des vérifications très précises dont le but est de déceler les erreurs et imperfections de toute nature. Avant la décharge de l'imprimeur, une commission administrative procède à la réception définitive des titres. Entre temps les titres ont été séparés de leur souche (opération dite du déchirage) et les souches, reliées, seront soigneusement conservées.

Cette description très sommaire a pour seul but de montrer quel soin on apporte à l'exécution matérielle des titres. Cette opération dépasse en effet le cadre étroit de la responsabilité du Receveur municipal : le crédit de la Ville est en jeu dans la mesure où il est à peu près impossible à une officine clandestine de mettre en circulation de fausses obligations municipales sans que ces obligations soient immédiatement décelées.

Section II. — L'Échange des titres contre les certificats.

Lorsqu'on procédait à une émission de titres selon l'ancienne méthode, qui comportait la faculté pour les porteurs de se libérer par versements longuement échelonnés, l'opération de la délivrance s'effectuait en plusieurs étapes et s'étendait sur plusieurs années.

1. *Règlement Comptabilité*, § 853 : « le Service des Titres est spécialement chargé des échanges, conversions, reconversions, transferts et mutations des obligations de la Ville de Paris, et subsidiairement de la confection, du numérotage et du timbrage des titres émis ».

« Il est placé sous la direction et la responsabilité du Receveur Municipal. »

Il ne pouvait évidemment être question de remettre au porteur, en échange du certificat de souscription, les titres définitifs.

L'opération s'effectuait donc en deux temps : délivrance de titres provisoires, participant aux tirages d'obligations amorties et de lots et délivrance des titres définitifs lors de la libération complète.

Une difficulté s'était élevée à propos du second échange : devait-il se faire numéro par numéro ou nombre pour nombre ? Les deux méthodes ont leurs avantages : la première est celle qui admet le minimum d'erreurs — les titres passant par plusieurs vérifications successives avant d'être remis au porteur — c'est celle qui avait la faveur du public qui attachait du prix à conserver « son » numéro. La seconde étant effectuée séance tenante a pour elle une grande rapidité et donne lieu à des dépenses de personnel moins élevées. Cependant elle admet l'éventualité d'erreurs assez nombreuses ; ce fait a été vérifié lors de la délivrance des titres de l'emprunt de 1871, et à la suite de cette expérience on est revenu à l'échange numéro pour numéro.

Ce point ne présente plus qu'un intérêt historique ; notons seulement que la pratique nouvelle permet de réaliser des économies sur les frais d'émission.

L'opération d'échange s'effectue très simplement par la remise du titre contre le certificat de souscription, aux guichets de la Caisse municipale. Cet échange nombre pour nombre ne présente actuellement aucun inconvénient puisque le nombre de porteurs souscrivant directement aux guichets municipaux est minime. On prépare à l'avance les paquets de titres destinés aux banques agréées, et qui sont également remis contre les certificats globaux de souscription.

Dans les départements, l'échange se fait au siège des Trésoreries jusqu'à une date déterminée : les titres souscrits par l'intermédiaire des Trésoriers Généraux sont envoyés globalement à chaque Trésorerie : au delà de cette date, la Caisse municipale seule effectue la répartition de titres non délivrés que les Trésoriers Généraux lui renvoient.

Les titres délivrés au public sont susceptibles de revêtir trois formes : ils sont « au porteur », « nominatifs » ou « mixtes », au choix du souscripteur, le type « à ordre », adopté pour les effets de commerce et pour les bons du Trésor et de la Défense Nationale n'étant pas praticable pour les obligations des collectivités, ni pour les emprunts à long terme de l'État ¹.

Un titre est dit « au porteur ² » quand il est désigné par un simple numéro d'ordre, et quand il ne porte pas le nom de son propriétaire, de telle sorte que toute personne, par le fait même de l'avoir en mains, « d'en être porteur », doit être considéré comme obligataire. Les arrérages sont incorporés dans des coupons qui accompagnent le titre. Ces coupons se détachent à chacune des échéances et sont payés sur présentation et remise, par l'émetteur.

Un titre est nominatif quand il contient le nom de son propriétaire, nom qui est reproduit sur des registres spéciaux (immatriculation). La transmission ne se fait pas par simple tradition, mais par transfert. Il n'y a pas de coupons, les intérêts ne sont touchés que sur présentation du titre lui-même, ils sont ainsi payables au porteur *du titre*, sans que ce porteur soit nécessairement le titulaire.

1. Sur le titre à ordre, la discussion de la loi du 4 avril 1926 prévoyant cette forme pour tous titres émis par les collectivités, y compris les fonds d'État : Julliot, *op. cit.*, n° 6.

2. Lyon-Caen, Renault, *Manuel de droit commercial*, édit. 1928, n° 199 et suiv.

L'emprunteur constate le paiement par l'apposition de timbres dans les cases préparées à cet effet.

Un titre mixte est un titre nominatif muni de coupons détachables. En d'autres termes, le nom du titulaire est inscrit sur le corps du titre, comme dans les titres nominatifs, mais les arrérages se paient sur présentation et remise des coupons. Ce titre a les avantages du titre nominatif — pour la sécurité — et ceux du titre au porteur pour la simplicité du paiement des intérêts, réserve faite des modifications apportées par la législation fiscale récente et dont il va être question.

En ce qui concerne plus spécialement la Ville de Paris, M. Julliot note dans son *Traité formulaire des titres nominatifs*, que « les obligations de la Ville de Paris sont susceptibles depuis 1873 de revêtir au choix de leurs propriétaires, soit la forme mixte, soit la forme au porteur ». Le *Règlement de Comptabilité* n'impose pas en effet la forme mixte, il dispose simplement dans son paragraphe 857 de la nomenclature des recettes : « Le Conseil municipal peut, s'il le juge utile au crédit de la Ville, autoriser la Caisse municipale à recevoir en dépôt les titres au porteur d'un emprunt, et à délivrer en échange aux déposants des certificats nominatifs collectifs, susceptibles d'être transmis par transfert, ou convertis à nouveau contre les obligations déposées au gré des titulaires.

« Cette faculté doit être concédée d'une manière générale à tous les propriétaires d'obligations du même emprunt.

« Elle est consignée dans les clauses et conditions du Cahier des Charges ou du *Traité*, arrêté par le Conseil municipal. »

Et il est précisé au paragraphe 859 : « Les certificats « sont munis de coupons lorsque les titres qu'ils repré-
« sentent en sont munis eux-mêmes. »

En pratique un certificat nominatif peut grouper plusieurs obligations : actuellement il peut représenter jusqu'à 100 titres. Les titres au porteur qui sont ainsi déposés pour être échangés contre un certificat nominatif sont placés dans des pochettes qui sont enfermées dans des armoires à double clef, une clef appartenant au Receveur municipal, et l'autre au Contrôleur central.

Par contre, il n'est pas fait mention des titres nominatifs proprement dits dans le Règlement. On escomptait alors, en 1878, que le titre mixte, nouvellement créé était appelé à remplacer le titre nominatif. Mais les faits n'ont pas confirmé cette attente : et, bien que la création du titre mixte remonte au décret du 18 juin 1864 pour les rentes 3 p. 100 sur l'État, à l'heure actuelle la Ville de Paris et la Compagnie du P.-L.-M. sont à peu près les seules collectivités qui aient prévu pour leur clientèle la forme mixte.

La raison principale de cet échec réside en ce que du point de vue des sociétés émettrices, les titres mixtes présentent un inconvénient sérieux : la facilité d'une fraude fructueuse. Un certificat nominatif pouvant représenter 100 obligations de la Ville de Paris, la valeur du coupon peut atteindre 2.750 francs si ces obligations sont d'un emprunt du type 5,50 p. 100. Il peut être donc très tentant de présenter de faux coupons au paiement, et pour mettre obstacle à des émissions frauduleuses possibles, la Ville a fait imprimer ses titres mixtes sur papier filigrané.

Cependant, du point de vue fiscal, le titre mixte par sa nature, présente les mêmes avantages que le titre nominatif, en ce qu'il permet un contrôle des déclarations de

succession. Aussi, d'une part, il jouit du régime de faveur d'imposition des revenus des valeurs mobilières, et d'autre part, l'État a cherché à imposer le titre mixte aux Sociétés espérant par là attirer le public profondément attaché au titre au porteur. En application du décret du 11 juillet 1934 sur la réforme fiscale, un décret du 25 octobre 1934 a disposé que ¹ : « Dans toutes les sociétés qui admettent le
« titre au porteur, tout propriétaire d'actions, d'obliga-
« tions, et de parts bénéficiaires, a la faculté, nonobstant
« toute convention contraire de convertir ses titres au
« porteur en titres nominatifs et réciproquement. Il peut
« également, nonobstant toute convention contraire, obtenir, sur sa demande, la délivrance de titres mixtes. »

Ces dispositions ont provoqué de fortes protestations de la part des établissements assujettis, protestations motivées tant par les dangers de falsification signalés que par la nécessité de supporter des frais importants pour l'impression des formules nouvelles. Ces raisons ne sont certainement pas sans poids puisque les décrets réglant les émissions de rentes, après avoir adopté la forme mixte en 1864, l'excluent depuis 1920 en limitant les titres au type nominatif et au type au porteur. Le Gouvernement ne pouvait donc maintenir ce texte, et un décret-loi du 30 octobre 1935 revenant sur ces dispositions donne une nouvelle rédaction ainsi conçue : « Dans toutes les sociétés
« et collectivités qui admettent le titre au porteur, tout
« propriétaire d'actions, d'obligations et de parts bénéficiaires a la faculté, nonobstant toute convention contraire, de convertir ses titres au porteur, en titres nominatifs et réciproquement.

1. Décret sur la simplification des titres nominatifs, titre III, art. 21.

« Tout propriétaire de titres au porteur peut également
 « obtenir sur sa demande la délivrance de titres mixtes,
 « quand cette forme de titres est prévue par les statuts ou
 « règlements qui régissent ces sociétés ou ces collectivités. »

Ce texte constitue donc un retour à la législation précédente en matière de titre mixte, et toutes ces dispositions n'auraient présenté pour la Ville de Paris aucun intérêt, si par ce mécanisme compliqué de décrets-lois se substituant les uns aux autres, ne s'était glissée l'obligation pour ... « les collectivités qui admettent le titre au porteur... de convertir à la demande ces titres au porteur en titres nominatifs ». Les termes du décret étant formels, la Ville de Paris a dû prévoir cette forme — nouvelle pour elle — lors de l'émission du premier emprunt postérieur au décret, celui de 900 millions de francs de mars 1937.

Une conséquence inattendue de ce décret est que l'on peut se demander s'il n'aura pas pour effet d'entraîner la disparition du titre mixte, pour la Ville de Paris, comme cela eut lieu pour l'État. Il s'agit là d'une anticipation qui n'est fondée que sur une analogie ; elle pourrait cependant être aisément étayée de quelques constatations : il suffit de se demander, *in abstracto*, quelle est l'utilité de conserver deux formes de titres aussi voisines que le titre mixte et le titre nominatif ¹.

Nous avons exposé quelles étaient, à l'origine, les caractéristiques de ces deux types. Au point de vue du porteur, le type nominatif permet une individualisation de la créance, et donne à ce placement des garanties presque aussi fortes, civilement parlant, que celles que les

1. Cf. l'étude du nouveau régime des titres nominatifs et des titres mixtes par M. Henri Lecompte (*Journal des Sociétés*, mars et avril 1935).

titulaires pourraient trouver dans un placement immobilier ; mais il est nécessaire de présenter l'obligation pour en percevoir les arrérages. Le titre mixte permettait de recevoir les intérêts sur la seule présentation du coupon, tout en conservant le caractère de sécurité du placement.

Or, une disposition fiscale de la réforme de juillet 1934 a eu pour effet d'entraîner la disparition de cet avantage. Nous avons vu que les titres mixtes jouissaient du taux de faveur appliqué à l'impôt sur le revenu des titres nominatifs (15 p. 100 au lieu de 24 p. 100). La réforme de 1934 a introduit une restriction : ce taux de 15 p. 100 n'est appliqué qu'aux titres nominatifs appartenant à des personnes physiques. Il devient donc nécessaire pour le porteur de présenter son titre afin que l'émetteur, qui doit retenir cet impôt au moment du paiement, sache quel taux il doit appliquer. Cette disposition n'a pas d'intérêt actuellement pour la Ville de Paris, mais il convient de la signaler dans cet exposé théorique, dans l'hypothèse où une nouvelle législation soumettrait à l'impôt les revenus des valeurs des collectivités publiques.

Par ailleurs, le décret du 25 octobre 1934 s'est attaché à faciliter aux intéressés l'encaissement des arrérages des titres nominatifs, en vue d'aplanir un des obstacles qui s'oppose à la diffusion de ces titres.

D'une part, il a précisé que le paiement des intérêts devait être fait immédiatement au porteur du titre sans que ce porteur ait à établir sa qualité de titulaire (ou de représentant du titulaire), mettant ainsi un terme à la pratique de certains établissements qui retenaient les titres notamment au décès des titulaires jusqu'au règlement de la succession.

D'autre part, le même décret permet au propriétaire

du titre de demander à la Société émettrice de payer les produits par chèques, virements bancaires ou postaux. Notons que cette disposition n'est pas applicable en totalité aux villes puisque d'après la loi du 26 mars 1927, le paiement par virement des dépenses communales ne peut s'opérer qu'à un compte postal ou à un compte de dépôts de fonds ouvert dans les écritures des comptables du Trésor, ce qui exclut les virements bancaires.

Ainsi donc, ces modifications portant sur les deux types ont tendu à un amenuisement des différences qui les distinguaient, et on ne voit pas, actuellement, quelque chose d'essentiel ou d'important qui les départage, du point de vue du porteur ¹.

Le point de vue de l'Administration est de réduire les frais d'émission, et il est possible que — sous réserve de modifications législatives trop certaines en la matière — l'on abandonne la délivrance des titres mixtes, dont l'utilité pour le crédit public n'est guère apparente.

1. Au point de vue législation, notons que la loi de 1872, sur les titres perdus et volés s'applique aux titres mixtes, non aux titres nominatifs.

CHAPITRE II

LE SERVICE DE L'EMPRUNT

Tant que les emprunts émis par la Ville ont été relativement peu nombreux, le paiement des coupons et des lots ainsi que le remboursement des titres ont pu s'effectuer aux guichets de la Caisse municipale à Paris, ou à ceux des Trésoriers-payeurs généraux en Province. Mais en cette matière également, la Ville a dû recourir à la collaboration de certaines banques. Nous allons exposer, en un bref historique, cette évolution dans le mode de paiement des produits — en prenant comme produit-type l'intérêt — (S. I) puis nous étudierons quelles sont les obligations de la Ville et des banques admises comme Correspondants financiers (S. II) et enfin le fonctionnement du contrôle de l'activité de ces Correspondants financiers (S. III).

Section I. — Le Mode des paiements des coupons.

Les Correspondants financiers.

La série des emprunts municipaux réalisés par souscription publique a débuté par l'emprunt de 1855 ¹ (60 millions comportant 150.000 obligations) : cette émission fut suivie en 1860 d'une nouvelle émission de 287.618 obligations analogues à celles de 1855 (de telle sorte que, dans

1. Cadoux, *Les Finances de la Ville de Paris*.

les comptes de la Ville, ces deux emprunts ont été fondus), puis de 753.623 obligations de l'emprunt de 1869. A cette époque, près de 1.200.000 coupons étaient présentés semestriellement au paiement, et bien que les obligations fussent libérables en versements échelonnés, l'organisation des bureaux de la Caisse a permis, à Paris, d'effectuer les diverses opérations sans qu'il en résultât un encombrement excessif des guichets.

Mais la tâche de ces derniers fut alourdie par l'émission de l'emprunt de 1871 sous forme de 1.296.300 obligations, dont 295.018 furent transformées en 1.180.072 quarts, le reste étant libérable par versements échelonnés. Le nombre de coupons présentés semestriellement au paiement s'élevait en conséquence à plus de 2 millions pour cet emprunt ; et l'émargement des coupons s'effectuant avant le paiement, il en était résulté un tel encombrement aux guichets de la Caisse municipale, que de nombreuses plaintes furent déposées par le public.

Dès 1872, on entreprit de réformer la méthode de travail, et une double disposition fut prise pour faciliter l'opération.

D'une part, les porteurs qui désiraient être payés à jour fixe, furent invités à déposer leurs coupons à la Caisse municipale (au nombre minimum de 50). Cette mesure permettait de dégager les guichets dans les premiers jours d'échéance, et de procéder à l'émargement de ces coupons en dehors des heures d'ouverture des caisses. L'expérience en a prouvé l'efficacité et cette pratique a été sanctionnée en 1878 par le Règlement de Comptabilité (§ 15 de la nomenclature).

D'autre part, on a tenté dans le même temps un premier essai de collaboration avec les banques : la Société

Générale, le Crédit Foncier, et le Crédit Industriel. Ces Établissements ont payé environ 25 p. 100 du nombre de coupons échus. Mais il ne pouvait être question d'émargement préalable au paiement ; cependant il fut procédé très activement à cet émargement afin de répéter l'indû dans le cas où des paiements irréguliers seraient intervenus.

Les résultats de cet essai furent très satisfaisants ; il ne se produisit aucune réclamation de la part des porteurs. Aussi envisageait-on de généraliser le système aux emprunts antérieurs, lorsque intervint la loi du 25 juin 1872 sur les titres volés, détruits ou perdus.

La loi, en organisant le mécanisme des oppositions, avait pour effet de rendre l'établissement débiteur responsable des paiements effectués en dépit des oppositions. Il fallait donc s'imposer rigoureusement l'émargement préalable des coupons, ou courir le risque de les payer deux fois — au porteur du titre, et à l'auteur de l'opposition — auquel cas, il devenait nécessaire de prévoir au budget un crédit spécial destiné à couvrir le Receveur municipal du risque supplémentaire qui lui était imposé. Après évaluation du montant annuel de ce risque, on a décidé d'appliquer strictement la règle de l'émargement préalable au paiement : du même coup, il devenait impossible d'établir une collaboration avec les banques sur les bases de celle qui avait été réalisée dès le premier semestre de 1872.

Toutefois, pour éviter le renouvellement des incidents de 1871, et pour permettre de donner satisfaction dans les premiers jours de chaque échéance, au plus grand nombre de porteurs possible, la Caisse municipale fut autorisée en 1873 à payer les coupons à présentation

pendant la période d'affluence du public : cette disposition est devenue le paragraphe 5 du Règlement de Comptabilité. Pour éliminer les paiements indus, il fut établi avant chaque échéance, une liste des titres frappés d'opposition : ces listes furent distribuées aux guichets de la Caisse, et adressées en Province aux Trésoriers Généraux.

Pendant toute cette période, donc, les produits des emprunts municipaux étaient payables, sans frais pour le public, aux guichets municipaux à Paris, et à ceux des Trésoreries générales et aux Recettes particulières des finances en Province. Ces agents du Trésor intervenaient en vertu d'une autorisation spéciale du ministre des Finances ; en contre-partie ils recevaient une commission de 0,50 p. 100 sur le montant des paiements plus 1 centime par coupon payé — avec garantie d'un minimum de commission de 500 francs pour les Trésoriers généraux et de 150 francs pour les Receveurs des finances.

Par ailleurs, les porteurs pouvaient charger les banques de l'encaissement de leurs coupons : ces dernières leur faisaient supporter une commission fixée généralement à 0,25 p. 100, elles encaissaient elles-mêmes par présentation soit à la Caisse municipale, soit aux Trésoreries.

Une grosse partie de ces coupons était d'ailleurs canalisée vers les Trésoriers Généraux dont le « standing » se trouvait ainsi augmenté en de notables proportions.

Cependant, à la fin du XIX^e siècle, les Grandes Sociétés industrielles et les Compagnies de Chemins de fer avaient passé des accords avec les Établissements de Crédit pour donner aux porteurs de leurs obligations la possibilité d'en toucher les coupons sans frais de commission aux guichets de ces établissements. Il était important pour son crédit que la Ville puisse donner les mêmes avantages

à sa clientèle de prêteurs ; elle reprit l'étude abandonnée en 1872.

Cette fois-ci, la difficulté de l'émargement préalable pouvait être tournée : il suffisait de communiquer aux banques l'état des oppositions que l'on envoyait déjà aux Trésoriers Généraux — et par ailleurs, à cette condition, les banques ont accepté d'assumer toute responsabilité au cas de paiements nonobstant opposition. En conséquence, par délibération du 9 avril 1900, le Conseil municipal approuva la convention passée entre la Ville et les quatre établissements de crédit suivants : le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Crédit Industriel et Commercial et le Comptoir National d'Escompte.

L'exposé de cette convention fera l'objet de la section suivante : il suffit d'indiquer pour l'instant que ces établissements se sont engagés à payer gratuitement aux porteurs des obligations de la Ville, les coupons, les lots, et les titres amortis. En contre-partie ils recevaient de la Ville une rémunération fixée à 1/16 p. 100 du montant des coupons (0,25 p. 100 pour les quarts d'obligation).

Ces Établissements furent et restent dénommés les Correspondants financiers de la Ville : en 1908 il leur fut adjoint par la même procédure (proposition de l'Administration et délibération du Conseil municipal du 3 avril 1908) le Crédit Foncier de France dont les obligations étaient d'un type voisin de celles de la Ville et qui pratiquait la même clientèle. A ce moment là, on a voulu savoir si le nouveau mode d'administration de la dette s'avérait plus onéreux que l'ancien. En 1900, au moment de l'adoption de la réforme, on fit valoir qu'il s'opérerait un déplacement de clientèle des Trésoreries Générales vers les Correspondants financiers et qu'au surplus

un élément tout à fait spécial de cette clientèle disparaissant (l'élément banques), cette réforme ne coûterait rien au budget. Le tableau suivant où sont récapitulés les montants des commissions payés avant et après l'exercice 1900 prouve la justesse de ce raisonnement :

ANNÉES	COMMISSIONS	COMMISSIONS	TOTAL
	T. G.	BANQUES	
1898.	158.006,56	»	158.006,56
1899.	157.089,61	»	157.089,61
1900.	146.664,94	18.878	165.542,94
1901.	133.248,07	28.469,49	161.717,56
1902.	128.980,24	29.673,27	158.653,51

Malgré l'émission de l'emprunt du Métropolitain de 1899 — qui explique la « pointe » du total des commissions en 1900, il n'y a pas de changement appréciable dans le montant des commissions allouées.

La convention était avantageuse pour les deux parties : La Ville s'était mise dans la même situation que les grandes entreprises industrielles ; les banques — correspondants financiers — s'attachaient implicitement la foule des porteurs des obligations municipales. En présence de cette concurrence qui leur était faite par les quatre grands établissements, les autres banques ont réagi de deux façons différentes.

Dès 1904, certaines ont demandé à être admises au nombre des Correspondants financiers. Mais, si en 1900, la Ville avait le plus grand intérêt à accepter une offre de collaboration des établissements de crédit, sa position était toute différente dès que cette collaboration était acquise. Il ne s'agissait plus de donner aux porteurs de ces obligations les mêmes avantages qu'aux porteurs des titres de Sociétés émettrices concurrentes, il suffisait

de conserver ces facilités aux porteurs, c'est-à-dire de maintenir une sorte de constance entre le nombre de coupons en circulation et le nombre de guichets fonctionnant gratuitement pour le public. D'autre part, si la convention liait la Ville à quatre grands établissements — ceux qui en avaient eu l'initiative — elle laissait en dehors des banques importantes, et le fait d'admettre l'une d'elles au nombre des Correspondants financiers imposait à la Ville d'admettre également les autres. Or il était inutile de donner au public des facilités que les besoins ne justifiaient pas, et qui se traduisent par des complications d'écritures du Receveur municipal. Aussi bien pendant toute une période — de 1900 à 1922 — toutes demandes furent-elles rejetées pour ces raisons, sauf deux exceptions : le Crédit Foncier (déjà signalé) et la Société Centrale des Banques de Province dont les réactions premières avaient été de préparer de longue main cette admission.

Nous avons vu qu'un des effets de la convention de 1900 était d'établir un déplacement de clientèle au profit des correspondants financiers et cet effet ne tarda pas à se faire sentir. Pour retenir leur clientèle, les autres établissements de crédit durent donc cesser de percevoir une commission sur le paiement des produits des titres de la Ville de Paris. Ce fait fut révélé par une enquête menée en 1913 sur les instructions de M. Delanney, Préfet de la Seine, par l'Inspection générale de la Préfecture. On pouvait dire qu'il n'était plus perçu de commission sur les porteurs de titres municipaux. Cela s'explique par ce fait qu'il est très important pour les banquiers de conserver la gestion des portefeuilles de leurs clients, afin d'en connaître la composition et de proposer des opéra-

tions et des arbitrages qui donneront lieu à des commissions plus importantes que celles qui peuvent être prélevées sur le paiement des coupons. La S. C. B. P. a pu pousser plus loin la résistance aux établissements de crédit, en se constituant en quelque sorte l'intermédiaire entre la Ville et les banques ¹ : de celles-ci elle prenait les coupons en vrac, sans bordereau, et procédait elle-même au classement des coupons et à la confection des bordereaux qu'elle venait présenter à la Caisse municipale. Cependant, non seulement elle payait les coupons sans retenir de commission, mais elle créditait immédiatement les comptes courants de ses correspondants de la valeur des coupons remis.

Cette pratique lui a permis d'attirer un nombre important de banquiers et de changeurs, et d'avoir un « standard » élevé d'activité. Grâce au volume des opérations qu'elle effectuait à la Caisse municipale, elle put être admise en 1917 comme Correspondant financier de la Ville de Paris, (Délibération du 5 avril 1917) : dès lors elle toucha une commission et gagna ainsi des deux côtés. Cette victoire habile était cependant précaire ; serait-elle consolidée par la clientèle elle-même ? C'est peut-être dans l'appréciation trop flatteuse de ce succès que résident la faiblesse de la S. C. B. P. et plus tard son échec.

A partir de 1919, la Ville a procédé à l'émission d'emprunts très importants — émissions qui coïncidaient avec la reprise de titres divers (bons de caisse, obligations à court terme) émis pendant la guerre : ce furent les emprunts de 1.500 millions de 1919 et de 1.800 millions

1. Non seulement entre la Ville et les banques, car la S. C. B. P. appliqua la même méthode envers le Crédit Foncier et les Compagnies de Chemin de fer.

de 1921, qui comprenaient chacun des unités et des quarts. En deux ans, plus de 7 millions de titres furent lancés sur le marché, entraînant le paiement de plus de 14 millions de coupons par an. On s'est trouvé dans une situation analogue à celle de 1871 — toutes proportions gardées — et on dut envisager de soulager à nouveau le travail de la Caisse municipale et des Établissements de Crédit dont les succursales n'étaient pas aussi nombreuses qu'aujourd'hui.

Par ailleurs, plusieurs établissements demandaient à cette époque à être admis au nombre des correspondants financiers : il fallut donc élaborer une méthode pour effectuer un choix entre eux. On a été guidé par deux idées différentes : examen de l'établissement au point de vue des possibilités qu'il offre à la Ville ; examen au point de vue de son activité financière.

Les établissements qui demandent à collaborer avec la Ville de Paris, étant de grandes banques connues universellement et devant avancer aux porteurs le montant des coupons, il n'est évidemment pas question de faire une enquête approfondie sur la solidité de ces sociétés. Ce que l'on examine principalement c'est la répartition des guichets sur le territoire, en fonction de la répartition actuelle des succursales des correspondants financiers. La Ville n'a évidemment aucun intérêt à établir une concurrence entre ses correspondants dans une région déterminée ; par contre, elle peut utilement resserrer le réseau des guichets établis en nombre insuffisant dans une région riche. En particulier, c'est en raison du nombre de ses agences dans le Midi et de la connaissance approfondie de cette région que la Société Marseillaise de Crédit Industriel et Commercial a été

admise en 1922 au nombre des Correspondants financiers. Les mêmes raisons ont milité ultérieurement en faveur de la Société Nancéienne de Crédit, du Crédit du Nord, du Crédit Foncier d'Algérie et de Tunisie.

On examine ensuite l'importance des opérations effectuées par la banque sur les valeurs municipales, afin d'éconduire un établissement, si bien outillé soit-il, dont l'activité se révélerait trop spécialisée sur des groupes de valeurs ou qui n'aurait pas une clientèle importante de porteurs d'obligations de la Ville de Paris. Ce « standard » est apprécié à l'aide des différents éléments : nombre de titres amortis présentés au remboursement et nombre de coupons présentés au paiement.

Enfin, si à la suite de l'instruction des demandes la Ville juge qu'il peut être utile de collaborer avec telle banque, elle se doit d'en référer au ministère des Finances (Direction du Mouvement général des fonds) et elle ne prend de décision que sur avis conforme du Ministre.

C'est par cette méthode que l'Administration a proposé en 1922 au Conseil municipal d'accepter les demandes produites par quatre établissements : la Banque de Paris et des Pays-Bas ; la Banque de l'Union Parisienne, la Société Marseillaise de Crédit Industriel et Commercial et de Dépôt ; la Banque Nationale de Crédit. A cette dernière a été substituée par délibération du 18 avril 1931 la Banque Nationale du Commerce et de l'Industrie. Entre temps, on avait accepté les demandes du Crédit Commercial de France ¹ et de deux banques régionales : le Crédit du Nord ¹, la Société Nancéienne de Crédit, tandis que le Crédit Foncier d'Algérie et de Tunisie ²

1. Délibération du 28 mars 1930.

2. Délibération du 12 décembre 1932.

s'engageait formellement à assurer le service financier des emprunts de la Ville de Paris sans frais pour les porteurs des titres de ces emprunts dans toutes les succursales de l'Afrique du Nord — les autres correspondants financiers effectuant d'ailleurs également ce service sans qu'aucune obligation aussi formelle les ait liés au moment de leur agrément.

A l'heure actuelle, il y a donc — depuis la disparition de la S. C. B. P. en 1933 — douze établissements agréés par la Ville comme correspondants financiers : le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Crédit Industriel et Commercial, le Comptoir National d'Escompte, la Banque des Pays-Bas, la Banque de l'Union Parisienne, la B. N. C. I., la Société Marseillaise de Crédit Industriel, le Crédit Commercial de France, le Crédit du Nord, le Crédit Foncier d'Algérie et de Tunisie, la Société Nancéienne de Crédit Industriel et de Dépôt. Nous mettons en dehors de ces établissements, à cause de ses statuts propres, le Crédit Foncier de France, qui assure le service des emprunts de la Ville aux mêmes conditions que les Correspondants financiers.

Section II. — Les Obligations réciproques de la Ville de Paris et de ses Correspondants financiers.

Les obligations des banques sont relatives au paiement des coupons, des lots et des titres amortis.

Les banques payent les coupons gratuitement au client. Elles doivent centraliser tous les coupons au Siège social : pour éviter toute soustraction ou toute perte de coupon au cours de cette opération elles doivent annuler (généralement par perforation) les coupons payés avant de procéder à la centralisation. Elles classent les coupons,

établissent des bordereaux qu'elles présentent à la Caisse municipale. Les bordereaux sont vérifiés immédiatement quant à leur exactitude matérielle, après quoi la banque est créditée du montant des coupons payés. S'il apparaît après émargement que des coupons ont été payés à tort, la banque est débitée du montant des sommes indûment payées.

En résumé, les banques font l'avance des fonds, et sont responsables pécuniairement des paiements irréguliers.

La même procédure ne pouvait être employée pour le remboursement des titres amortis ou pour le versement des lots : les banques ne désiraient pas subir la responsabilité des paiements dont chacun est d'assez grande importance. Elles déposent les titres remboursables ou primés à la Caisse municipale où il est procédé à la vérification nécessaire (visa des oppositions ; rapprochement du titre et de la souche, consultation de la liste des tirages, etc...). S'il s'agit d'une obligation amortie, elle est retournée à la banque qui est autorisée à faire l'avance du remboursement comme pour les coupons ; s'il s'agit d'un lot, la Ville fait les fonds préalablement au paiement.

Remarquons que dans ce mécanisme, la Ville n'a jamais déposé de provisions chez ses Correspondants financiers : en matière de lot, elle paie simplement par l'intermédiaire de son correspondant. Cette pratique n'est donc pas en contradiction avec le décret-loi de 1935 interdisant aux collectivités les dépôts de provision dans les établissements financiers qui seraient chargés du service de leurs emprunts, et l'on peut noter au passage que la Ville avait su là encore adopter une attitude conforme à l'intérêt public.

Les obligations de la Ville sont de deux sortes : elle doit donner aux banques le moyen d'effectuer des paiements corrects ; elle doit aussi rembourser les avances et rétribuer leur concours.

Il est dressé pour chaque échéance de chaque emprunt deux états : l'un est une liste des titres amortis aux tirages antérieurs, l'autre récapitule les titres frappés d'opposition. Ces états doivent parvenir aux sièges des Sociétés en nombre suffisant et en temps utile pour que les banques puissent les répartir entre leurs succursales. Remarquons que si un Correspondant financier doit refuser le paiement de coupons frappés d'opposition, il n'est pas responsable pécuniairement du paiement des coupons de titres amortis. Si un tel paiement est effectué par erreur, le porteur n'est pas fondé à se plaindre de n'avoir pas été renseigné au moment de la présentation du coupon — à moins qu'il n'ait déposé ses titres à la banque, mais alors il agira en tant que partie d'un contrat de dépôt, et non comme tiers bénéficiaire d'une stipulation pour autrui.

Le versement des sommes qui sont dues aux banques à titre de rétribution est effectué mensuellement par le Receveur municipal d'après les bordereaux de coupons, et d'obligations présentés à sa Caisse. La dépense en est imputée sur un compte d'ordre (L/C des avances provisoires à régulariser). Après vérification et émargement des coupons, le Receveur est remboursé de ces avances par prélèvement sur le crédit budgétaire approprié.

Le calcul et les taux de la rétribution ont été souvent modifiés depuis la convention de 1900. Pour classer les coupons, les banques subissent des frais de personnel qui se sont accrus en fonction des améliorations de la

législation sociale ; ce classement s'étendant sur une certaine période, d'autant plus longue que le nombre de coupons est plus élevé, la banque n'est remboursée que plusieurs jours après les paiements : elle perd ainsi en intérêts des sommes appréciables. Les banques n'ont pas manqué à plusieurs reprises de développer ces arguments. Dans une certaine mesure leur travail a été allégé par la suppression des quarts d'obligations, par la création de titres de 5.000 francs. Cependant, lorsque le relèvement des taux paraît justifié, la Ville étudie la demande ; elle s'informe des conditions accordées par les Compagnies de Chemin de fer et par le Crédit Foncier, et soumet ses propositions à l'agrément du ministre des Finances. Notons qu'il existe un frein à une hausse injustifiée des taux des commissions : ce serait l'adoption, avec l'ancien tarif, de nouveaux Correspondants financiers. Cette adoption aurait pour effet d'alléger le travail fourni par les banques déjà agréées, sans provoquer de nouvelles dépenses budgétaires puisqu'il n'y aurait qu'un simple déplacement de clientèle et qu'en tout état de cause le montant global des rétributions resterait le même.

Section III. — Le Contrôle des Correspondants financiers.

Le contrôle des correspondants financiers se fait à deux points de vue : contrôle de l'exécution du contrat, contrôle de l'activité des établissements quant au volume des opérations effectuées.

L'exécution du contrat comprend d'abord l'exécution des prestations dues à l'administration elle-même. Le contrôle résulte *ipso facto* des manipulations dont les

coupons sont réglementairement l'objet : pour telles conditions, par exemple l'exactitude des bordereaux de coupons, vérification de la perforation des coupons, le contrôle est effectué immédiatement; pour les autres (validité des paiements, etc.) il résulte de l'émargement des coupons.

Il semble qu'il soit plus délicat de vérifier l'exécution des stipulations faites en faveur du public, c'est-à-dire du paiement des coupons des obligations municipales au porteur, sans que ce dernier ait à subir le prélèvement d'une commission; or, c'est cette stipulation qui est l'objet même de la convention. Une enquête fut cependant effectuée, avant la guerre, par l'Inspection Générale de la Préfecture de la Seine, qui permit de constater l'exécution parfaite de leurs obligations par les Établissements financiers. Mais il est apparu inutile d'instituer un système de contrôle permanent, grâce aux réactions du public. De nombreux renseignements sont en effet demandés par de petits porteurs aux services financiers de la Ville, sur l'étendue des obligations de tel correspondant financier. Le plus souvent, ces réclamations ont leur origine dans des erreurs ou des confusions. Par exemple, un porteur s'imaginera que telle banque, admise comme correspondant financier doit l'avertir séance tenante que son obligation est amortie. Or, non seulement l'établissement n'a pas à le renseigner ainsi, mais par exemple il est fondé à demander au porteur le remboursement des coupons payés depuis la date de l'amortissement du titre. Remarquons qu'il est rare que les correspondants financiers aient payé des coupons de titres amortis. Il arrive aussi que le porteur confonde le paiement net du coupon, et le paiement

sans retenue de commission, oubliant que les coupons doivent subir l'impôt sur la taxe de transmission.

Quoi qu'il en soit, ces réclamations, même mal fondées, constituent pour les services financiers de la Ville, le contrôle le plus efficace des relations de ses correspondants financiers et du public.

Par contre, le contrôle du volume d'opérations effectuées par tel établissement pose des questions délicates. En lui-même, ce contrôle est très facile : on sait journellement à la Caisse municipale, quel est le nombre et le montant des coupons déposés par les correspondants financiers ainsi que le nombre de titres déposés pour remboursement. Mais il devient plus difficile de déterminer les raisons d'un fléchissement d'activité. Toutefois, dès qu'il devient évident qu'une banque délaisse le service des coupons, on ne manque pas de le lui notifier. D'ailleurs les correspondants financiers s'attachent eux-mêmes à maintenir une certaine constance dans le volume des opérations qu'ils traitent.

C'est la raison pour laquelle il s'est établi sur la place de Paris une sorte de marché de coupons : certains correspondants financiers s'arrangeant avec d'autres banques afin de parfaire le volume de bordereaux qu'ils présentent habituellement à la Ville.

Il est curieux de retrouver là le phénomène que nous avons signalé au début de ce chapitre : actuellement une partie des coupons est canalisée vers les correspondants financiers comme elle l'était vers les Trésoriers Généraux avant 1900. Et l'existence de cette pratique est une gêne pour la Ville : lorsqu'elle demande à un établissement financier de présenter davantage de coupons en paiement, celui-ci peut s'en procurer immédiatement sur le marché.

Il est donc possible que l'observation de la Ville ne soit ainsi suivie d'aucun effet pratique — si ce n'est de faire régler une commission sur des coupons qui, peut-être, seraient venus directement à la Caisse municipale et n'auraient pas donné lieu à commission.

CHAPITRE III

LA LUTTE CONTRE LA FRAUDE

Les menaces contre le crédit d'une collectivité, si l'on élimine celles qui découlent de la situation générale et atteignent tous les crédits publics nationaux, ont une double origine : elles peuvent être le fait de la collectivité elle-même en se rapportant à sa gestion administrative ou à sa technique financière ; elle peut venir de l'activité multiple de fraudeurs tendant soit par la création de faux soit par des manœuvres appropriées à troubler l'administration de la dette pour leur profit immédiat.

La lutte contre la fraude est donc nécessaire ; mais les modalités en sont différentes selon que l'on veut décourager à l'avance l'industrie des faussaires ou selon que l'on cherche à déceler dans la masse des titres en circulation ceux qui ne seraient pas authentiques.

Section I. — Les Mesures préventives.

Les dangers à éviter sont de deux ordres : la fabrication de titres faux et la falsification de titres authentiques qui, ayant été dérobés par exemple au propriétaire sont l'objet d'une opposition. On peut y parvenir par l'emploi de procédés de fabrication rendant très difficile toute imitation, notamment en fixant en conséquence le choix du

papier d'une part et les modes d'impression d'autre part.

Si la question de choix de papier se pose pour tous les effets de valeur : chèques, billets de banque, titres d'emprunts, elle revêt un caractère particulier pour chaque type de valeur, selon que le billet doit se conserver plus ou moins longtemps ou qu'il est susceptible d'être renouvelé plus ou moins fréquemment. Par exemple, le chèque appelé à une circulation rapide, mais de peu de durée, n'exige pas un papier de grande résistance ; le billet de banque, destiné à circuler plus longtemps et avec une « vitesse de circulation » très grande, doit pouvoir résister au froissement, mais la qualité du papier est déterminée en fonction du coût de fabrication du billet : on se contentera d'un papier moins résistant si l'on a avantage à renouveler les billets défectueux.

La même position ne peut être prise pour les titres d'emprunts, surtout s'il s'agit de valeurs à lots. Nous avons indiqué les erreurs auxquelles on s'expose lors de l'échange de titres : les mêmes erreurs pourraient se produire si l'on devait s'exposer à une réfection des titres du fait de la mauvaise qualité du papier, et de plus, les frais d'émission se trouveraient considérablement alourdis. Il convient donc de prime abord, de prévoir un papier extrêmement résistant lorsque la durée de l'emprunt est longue, afin que les seules causes de réfection soit imputables au porteur qui en supportera alors les frais.

Les caractéristiques du papier sont donc minutieusement définies par le cahier des charges de l'adjudication : le plus souvent le papier est de pur chiffon, dont la résistance à la traction et au froissement est déterminée scientifiquement ; lors de la fabrication, la fourniture fait l'objet d'essais et d'analyses à un laboratoire spécialisé (Grenoble

ou Paris). En outre, le papier est filigrané : nous avons déjà signalé les différents dessins ou vignettes ainsi que l'emploi de couleurs fixes résistant à l'humidité et qui varient avec chaque emprunt.

L'excellence de l'impression doit s'opposer au lavage des titres et à la falsification des numéros pratiques attirant la préférence des faussaires car la fabrication d'un titre requiert à la fois un matériel spécial et des complicités.

L'impression est liée à deux facteurs : la bonne perméabilité du titre à l'encre, et l'emploi d'encres secrètes spéciales.

Enfin l'impression des titres est confiée à des entreprises spécialisées : il convient d'exercer un contrôle sévère tant sur l'utilisation des encres et du papier que sur la comptabilité du papier et la destruction complète de la composition après fabrication, afin d'éviter l'impression de « faux authentiques ». Il est là toute une technique particulière dans le détail de laquelle nous n'avons pas à entrer, mais qu'il a paru toutefois utile d'indiquer dans ses lignes les plus générales.

L'effet de ces mesures préventives serait cependant minime si un certain contrôle n'était exercé au moment des paiements sur l'authenticité des titres ou des coupons présentés. Ce contrôle s'impose donc alors même qu'il ne décèlerait qu'un nombre infime de falsifications, et pour un faible montant, et son existence même en fait également une mesure de précaution. Ce contrôle *a posteriori* résulte de l'emargement.

Section II. — L'Émargement.

D'une façon générale, l'émarginement¹ a pour but d'éviter le paiement de sommes indues. Bien que les principes généraux soient les mêmes, le mécanisme varie selon qu'il s'agit du paiement des coupons ou des titres amortis.

I. — ÉMARGEMENT DES COUPONS

L'émarginement des coupons doit permettre non seulement de refuser le paiement des coupons non payables, mais encore de faire connaître à toute époque si un coupon a été payé, à quelle date, et entre quelles mains.

L'idéal serait que l'émarginement intervienne toujours avant le paiement. Mais nous avons mentionné à quelles difficultés pratiques on s'était déjà heurté en 1871; à l'heure actuelle, où les 27 emprunts municipaux créent un mouvement de près de 20 millions de coupons, il serait absolument impossible de maintenir la règle de l'émarginement préalable, même en usant de la procédure du dépôt des coupons trois ou sept jours avant paiement.

Aussi bien s'est-on placé à un point de vue purement pratique pour résoudre ce problème. Il n'y a aucun inconvénient à ne pas émarginer avant paiement si l'on peut répéter l'indu, ce qui est le cas pour le paiement des coupons par les Sociétés Correspondant financier. Par suite, font seuls l'objet d'émarginement préalable, les coupons présentés directement à la Caisse municipale par les porteurs, ou par les banques qui ne sont pas correspondant finan-

1. Règlement de Comptabilité, Analyse, Dette municipale. § 1 et suiv.

cier et qui déposent leurs coupons comme des particuliers. Or, la masse des coupons ainsi déposés représente environ la septième partie de l'ensemble : un second septième étant payé par les Trésoriers Généraux et cinq septièmes par les Correspondants financiers ; on peut donc dire que l'émargement est normalement postérieur au paiement.

L'opération s'effectue dans la pratique sur des registres spéciaux dressés pour chaque échéance de chacun des emprunts. Pour la Ville de Paris, chaque emprunt est fractionné à raison de 100.000 obligations par registre, la page ouverte correspondant à 1.000 numéros d'obligation (ce qui correspond à 10 séries de 100 pour les emprunts récents). Sur ces registres, on note au moyen de signes conventionnels tous les incidents qui ont pu advenir à une obligation : amortissement, opposition, délivrance de duplicata, retrait par la Ville, mise au nominatif. Ces annotations sont faites avec le plus grand soin : c'est de leur exactitude que dépend la rapidité du contrôle effectué. Notons au passage que l'amortissement individuel des obligations expose à l'inscription de mentions erronées, en même temps qu'il exige une manipulation continuelle des registres ; à ce point de vue l'amortissement par série permet une plus grande sûreté et rapidité d'exécution. Enfin les obligations mises au nominatif sont émargées en premier avant que les registres ne soient livrés au service de l'émargement.

La technique de l'opération est assez complexe : elle suppose un classement des coupons et des bordereaux de coupons ainsi que des vérifications multiples quant au numéro de l'échéance, la valeur et le nombre de coupons annoncés par bordereau, etc. Ce travail est exécuté selon une méthode telle que l'on sache très rapidement,

au vu du bordereau, quelle est l'origine du coupon et la date à laquelle il a été présenté. L'émargement du coupon consiste en l'inscription, au droit du numéro de l'obligation, du numéro du bordereau sous lequel il a été présenté. Si pour une raison quelconque le coupon n'est pas payable, il est rendu au porteur (émargement préalable) ou restitué au correspondant financier ou au Trésorier Général dont le compte est débité de sa valeur. Si le coupon a déjà été payé, les recherches sont effectuées et au cas où l'on ne relève aucune erreur lors du paiement, on fait revenir les deux titres aux fins de vérification.

Dans ses lignes générales l'émargement est donc une opération simple : elle doit, pour être efficace, s'effectuer très rapidement. Or l'émargement *a posteriori* nécessite un personnel d'autant plus nombreux que ce travail, très pénible pour les yeux, doit comporter des repos fréquents. Les dépenses de personnel sont donc très élevées : on n'a pas manqué de mettre en regard la faiblesse du risque qui est à leur origine. Et puisqu'on ne peut songer à supprimer l'émargement, on s'est demandé si l'on ne pourrait pas simplifier l'opération. On a étudié un système de contrôle par sondage : au lieu d'émarger intégralement toutes les échéances, on n'aurait procédé à l'émargement complet que de quelques-unes (1 sur 3 ou 4 par exemple), les autres ne faisant l'objet que d'un émargement fractionné par tranches. Il en serait résulté une économie sur les seules dépenses de personnel, puisque les registres d'émargement devaient subsister dans leur intégralité tant pour ne pas dévoiler quelles seraient les échéances ne faisant pas l'objet d'un contrôle entier, que pour permettre le contrôle par épreuve envisagé.

Mais en compensation de ces économies, il convenait de couvrir le Receveur municipal, des risques plus étendus de double paiement auxquels on l'exposait de ce fait, soit en lui allouant une indemnité spéciale, soit en prévoyant l'inscription d'un crédit budgétaire approprié. Aucune solution n'étant apparue satisfaisante pour résoudre cette difficulté, les études sur la simplification de l'émargement n'ont pas abouti. Certes, mais pour des raisons toutes particulières, l'État a pu instituer des modalités tendant aux mêmes fins, dans une certaine mesure du moins, mais du fait de l'existence à la Ville d'un fort contingent de coupures minimales, il ne pouvait être question de démarquer l'action de l'État. On s'est donc résigné à conserver la méthode actuelle, qui s'impose d'ailleurs par sa sûreté incontestée.

II. — REMBOURSEMENT DES TITRES AMORTIS

Les mêmes principes président à l'émargement des titres amortis, avec toutefois cette différence importante qu'ici la règle de l'émargement préalable ne souffre aucune exception. Nous avons vu déjà que les Correspondants financiers sont astreints à déposer les titres avant de les rembourser ; les Trésoriers Généraux doivent également envoyer les obligations à la Caisse municipale et demander l'autorisation de payer.

Pour le reste, la technique est la même : on suit l'amortissement d'un emprunt sur des registres identiques aux registres d'émargement ; on note au regard des obligations le numéro du tirage au cours duquel elles sont sorties et, s'il y a lieu, la valeur du lot attribué.

Lorsque le paiement à effectuer excède une certaine

somme (tantôt 1.000 francs, tantôt 5.000 francs), on procède d'office au rapprochement du titre et de la souche. On procède évidemment à la même opération, si l'on conçoit le plus léger doute sur l'authenticité de tout titre présenté et aussi par sondages pour les coupures inférieures à 1.000 ou 5.000 francs.

Toutes ces mesures tendent donc à obtenir une correction aussi parfaite que possible de l'administration de la dette. Toutes les précautions sont prises pour paralyser toutes les fraudes possibles. En théorie, on ne pourrait concevoir, pour qu'un paiement indu intervienne, qu'une substitution de titres par un des agents préposés au manie-ment. Mais il faudrait s'assurer un si grand nombre de complicités que cette possibilité demeure toute théorique, et cela d'autant plus que la supercherie ne manquerait pas d'être découverte assez rapidement. En plus de cinquante années, il n'a été décelé aucun titre faux, et seulement quelques falsifications ou essais de falsifications, parmi lesquels un seul, très ancien, a été découvert tardivement : l'auteur en était un guichetier qui, en l'absence toute momentanée du Contrôleur, s'était contrôlé lui-même, mais l'émargement a mis sur la trace du double paiement.

CONCLUSION

Au cours de cette étude, nous avons signalé à maintes reprises, le concours apporté à la Ville de Paris par des organismes étrangers à l'Administration municipale, concours nécessaires pour qu'elle puisse mener à bien les diverses opérations relatives à la dette.

Il nous est apparu notamment que la Ville ne pouvait que rarement se procurer des fonds d'emprunt par ses propres moyens : même lorsqu'elle passe des traités de gré à gré il lui arrive d'avoir recours aux services d'intermédiaires. Et plus particulièrement, lors d'une émission de titres et de souscription publique, nous avons vu collaborer des organismes publics ou privés au placement des obligations. Cette collaboration appelle du point de vue administratif une analyse des situations réciproques, que nous allons esquisser en conclusion de ce travail.

Le premier type de collaboration est celui qui est réalisé entre les services de l'État et ceux de la Préfecture. Le ministre des Finances autorise le Préfet de la Seine à recourir au concours des Trésoriers Généraux au moment d'une émission d'emprunt, et nous avons noté que le Préfet adressait à ces fonctionnaires de véritables instructions. S'il s'élevait une difficulté quelconque dans l'exécution des obligations réciproques de la Ville et des

Trésoriers Généraux, cette difficulté serait sans aucun doute instruite selon le procédé de l'enquête administrative : il n'y aurait pas débat juridictionnel, mais les services intéressés fourniraient observations, justifications et propositions élaborant ainsi à la fois pour le passé la solution à l'affaire pendante et pour l'avenir les mesures propres à en éviter le retour.

Il ne peut d'ailleurs pas en être autrement : par son autorisation, le ministre des Finances autorise le Préfet à diriger les services des Trésoreries Générales en vue d'une opération spéciale, et selon des règles auxquelles il a donné son accord. Il s'opère une sorte de délégation du pouvoir hiérarchique, et pour l'opération envisagée le Trésorier devient fonctionnaire municipal (ou départemental). Il n'y a donc pas mandat donné au Trésorier de représenter la collectivité. On peut objecter cependant que le Règlement de Comptabilité de 1878 — ainsi que les services de la Caisse municipale — englobent les Trésoriers Généraux, sous le vocable de « Correspondants Financiers », ce qui semble impliquer tout au moins qu'ils restent étrangers à l'Administration, et qu'un contrat véritable a été conclu entre les deux parties.

Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que cette dénomination s'explique par des survivances historiques — que nous avons d'ailleurs notées ¹ — et, d'autre part, depuis 1900 tout au moins, les méthodes ont singulièrement évolué et le terme de Correspondant financier a pris un tout autre sens très précis et assez différent.

Il ne faut pas perdre de vue non plus que bien des prescriptions du Règlement de Comptabilité sont tombées

1. *Supra*, note.

en désuétude et qu'il serait indiqué de lui donner une forme moderne.

La situation du Trésorier Général, plus généralement des agents du Trésor, nous apparaît très voisine de celle du Percepteur, qui est aussi le Receveur municipal de certaines communes² et en cette qualité fonctionnaire municipal.

Mais en l'espèce, la collaboration au lieu d'être continue est occasionnelle. Le Trésorier Général est un auxiliaire de l'Administration préfectorale — auxiliaire tout désigné de par sa spécialité, mais dont la durée des services est limitée pour une part — émission — à la durée de la souscription, et pour une autre part — service de l'emprunt — à la durée de la dette. Or, on ne saurait dire d'un auxiliaire qu'il est mandataire de l'Administration : il est agent de l'Administration, agent ayant une situation spéciale bien caractérisée en droit administratif, comme ne faisant pas partie des cadres permanents de l'Administration. Les agents du Trésor agissent donc en qualité d'auxiliaires de la Préfecture de la Seine, collaborant au service de la dette municipale.

Pour ce qui est de la collaboration des banques et de la Ville, il ne s'agit plus de collaboration de services publics dépendant de collectivités différentes, mais de la collaboration en vue de l'exécution d'un service public de l'Administration et d'établissements privés, dont on peut dire à raison du choix dont ils sont l'objet, que ce sont des *entreprises d'intérêt général*. L'analyse du contrat ainsi

2. Celles dont les revenus pendant les trois dernières années sont inférieurs à 600.000 francs ; les communes dont les revenus sont compris entre 600.000 francs et 1 million *pouvant* avoir un Receveur municipal.

passé entre l'Administration et « ses » banques mériterait à elle seule une étude importante qui dépasserait singulièrement les cadres de la présente thèse. Nous nous bornerions donc à en indiquer l'existence si une difficulté récente ne s'était posée à ce sujet en pratique et n'avait obligé l'Administration à revérifier tous les rouages du mécanisme qu'elle utilisait.

Cependant nous ne pourrions mentionner ici que les grandes lignes de ce qui nous apparaît personnellement être une solution rationnelle.

Le 7 décembre 1932, la Ville de Paris déclarait ouverte la souscription à un emprunt de 1.250.000 francs divisé en obligations de 1.000 francs émises à 960 francs et payables en deux termes : 500 francs à la souscription, 460 francs le 1^{er} avril 1933 — étant bien spécifié que le certificat de versement ne serait délivré aux souscripteurs qu'au moment de la souscription, c'est-à-dire au moment du versement des fonds à la Caisse municipale. Selon la technique habituelle, la Ville fit appel au concours des banques, étant entendu, en vertu de la convention de 1900, que les Correspondants financiers étaient « agréés » d'office pour le placement de l'emprunt. Comme nous l'avions exposé, ces Correspondants financiers disposent de certains délais, après la clôture de la souscription, pour effectuer les versements de fonds à la Caisse municipale et remplir les différentes opérations exigées des souscripteurs.

Il s'est trouvé que la Société Centrale des Banques de Province, Correspondant financier de la Ville, a été déclarée en liquidation judiciaire le 20 février 1933. Elle s'était acquittée de son premier versement avec un certain retard — ce qui a d'ailleurs eu comme sanction

administrative de lui faire payer des intérêts de retard — elle ne s'est pas acquittée du versement ultérieur, et se trouvait en possession d'une lettre l'informant que l'Administration se réservait de reprendre la libre disposition des titres faisant partie de ses options et correspondant aux versements non effectués lorsqu'elle a cessé ses paiements. Conformément au cahier des charges, la Ville, ne pouvant délivrer de certificat de souscription que contre paiement, refusa de délivrer les certificats de souscription aux clients de la S. C. B. P., lorsqu'aucun versement n'avait été effectué pour leur compte. Les clients pouvaient agir contre la S. C. B. P. et ses dirigeants ; ils ont préféré assigner la Ville de Paris soit en restitution des sommes versées par eux à la S. C. B. P., soit en livraison des certificats.

La question fut alors posée d'une façon assez particulière : on se demanda si en s'adressant à une banque agréée la clientèle, qui en l'espèce se compose de banquiers, s'adressait à un *représentant* de l'Administration (et leur demande serait fondée) ou bien si elle chargeait cette banque, pour leur compte personnel, de leur obtenir des titres. Le débat a été ainsi ramené à ceci : tribunal et plaideurs semblant tacitement d'accord pour admettre l'existence d'un mandat, on s'est contenté de déterminer quel était le mandant, Ville ou plaideurs ? Le mandat des clients à la S. C. B. P. était patent ; cependant un accident de rédaction du prospectus d'émission a emporté la conviction du ministère public, et finalement du Tribunal civil : la Ville de Paris a été condamnée envers les clients de la S. C. B. P. pour avoir adopté cette formule : « On souscrit :

« A Paris et dans le département de la Seine :

« A la Caisse municipale, etc...

« Et dans les autres départements :

« Aux Caisses des Trésoriers-Payeurs Généraux, etc. ;

« Aux Caisses des agences et succursales des Sociétés,
« Établissements de Crédit et Banques agréés par la
« Ville de Paris... »

Le Tribunal a estimé que cette rédaction, mettant sur le même plan les Banques, les Trésoreries Générales et la Caisse municipale au regard des tiers, a donné aux banquiers la qualité de mandataires apparents de la Ville, et oubliant le mandat réel des clients de la S. C. B. P. à celle-ci, il rendait la Ville responsable de la défaillance de son mandataire.

Par là même, et implicitement, le Tribunal assimilait à un contrat de Droit civil, à un mandat, la convention conclue par la Ville avec les banques chargées du placement des titres. Une telle solution de principe découle, à notre sens, d'une analyse inexacte de cette convention, et d'une confusion de *cause*, ainsi que d'une analyse inexacte de la situation des agents du Trésor assimilés implicitement à des mandataires ; elle aboutit à une décision inique. Ce dernier point n'a d'ailleurs pas échappé au Tribunal, et cela explique les hésitations des magistrats qui, paraît-il, ont longuement délibéré l'affaire. Mais cependant, et si paradoxal que cela paraisse, il faut convenir que, juridiquement, étant donné le départ du procès, ainsi que la procédure suivie, on ne pouvait qu'aboutir à cette solution inique.

L'iniquité tient à ceci, que, par la vertu même de ce jugement, les risques bancaires qui se révéleraient lors d'une émission publique, sont à la charge de l'Administration : les banques ne sauraient plus craindre alors aucune

surprise ni concevoir aucune retenue à demander l'agrément de la Ville puisque au cas de défaillance de leur part, l'Administration est condamnée à délivrer les titres à la clientèle. Or, on a pu dire ¹ que les émissions publiques constituent dans certaines circonstances le plus clair des revenus des banques. Il est donc excessif que les émissions ne soient pour une banque que l'occasion de compenser des pertes afférentes à leurs autres activités, et que, en définitive, ce soient les seuls contribuables qui supportent la charge d'une faillite intervenant à la clôture d'une émission.

On ne saurait d'ailleurs accuser la Ville d'un choix malheureux, mais en admettant même qu'il y ait eu faute à conserver une banque en difficulté parmi ses Correspondants financiers — et ce n'est forcément pas le cas — cette faute est commise au même degré par la clientèle (qui, en l'espèce, étaient des banquiers, donc des gens les mieux aptes, techniquement, à juger de la solidité d'un établissement de crédit).

Le jugement a donc conduit l'Administration dans une impasse dont il lui est bien difficile de s'évader. Cependant la Préfecture ne pouvait accepter la situation ainsi créée, et depuis 1932 elle a modifié sur ce point son cahier des charges. On lui a même reproché d'apporter ses modifications alors que, l'affaire étant pendante, elle annonçait l'emprunt départemental 5 p. 100 1933 et insérerait dans le cahier des charges « qu'en aucun cas les « banques ne sauraient être considérées au regard des tiers « mandataires du département ». Il est possible que cette

1. Cf. Saunier, *Collaboration des banques et du Trésor, Thèse.*

modification ait pu contribuer à former la conviction du Tribunal civil et de la Cour d'Appel — qui confirma le premier jugement — mais on n'aurait pu admettre que, par une sorte d'orgueil inopportun, les services responsables n'eussent essayé de perfectionner une rédaction dont l'insuffisance leur était opposée au procès. D'ailleurs la Ville de Paris ne peut admettre que des collaborateurs temporaires, si grands soient-ils, aient une action qui, sans engager leur responsabilité propre, engage la sienne, ou celle de son Receveur, alors qu'elle ne peut pas matériellement s'immiscer dans la gestion des banques, fût-ce pendant la durée d'une émission. Elle ne pourrait pas non plus, pour dégager la responsabilité personnelle du Receveur, demander au Conseil municipal de voter des crédits engageant sa responsabilité sans s'attirer l'opposition de la Cour des Comptes qui pourrait fort bien condamner ce détour.

Aussi continue-t-elle, en dépit du jugement, à maintenir ses instructions en conformité à sa liberté limitée d'action, en vue du maintien de son crédit et de la défense du contribuable. Elle s'est donc attachée à modifier les textes des prospectus afin de préciser son attitude, et à l'heure actuelle les banques ne figurent pas sur la liste des guichets où l'on reçoit des souscriptions. Mais, malgré tous ces efforts, il est incontestable qu'un malaise subsiste du fait que malgré tout, les jugements ont l'autorité de la chose jugée ¹.

1. Le procès de la S. C. B. P. a eu son épilogue devant le Tribunal correctionnel où la Ville a traduit les dirigeants de la S. C. B. P. — qui n'étaient pas partie au procès civil — pour abus de confiance. Il est curieux de signaler que les dirigeants ont soutenu à ce procès, ne pas être mandataires de la Ville. L'arrêt du 7 février 1938 formule d'ailleurs des attendus curieux exprimant notamment l'obligation pour un banquier ayant des doutes sur sa solvabilité de verser les fonds détenus à titre précaire, non à la Caisse générale de la Banque, mais à un compte

Par la complexité même de l'affaire, le Tribunal a été amené à statuer sur deux choses différentes et cela assez confusément : c'est ce que nous avons appelé la confusion de cause. Devant le problème de la nature des relations Ville-porteurs (en fait les futurs porteurs d'obligations qui lui faisaient procès), le Tribunal s'est attaché à définir les relations Ville-S. C. B. P. parce qu'en l'espèce les porteurs sont venus à la Ville par la S. C. B. P. Bien plus l'écran S. C. B. P. non seulement a empêché l'examen direct du problème Ville-porteur, mais a masqué le véritable procès qui aurait dû se dérouler entre la S. C. B. P. et ses clients. Or, le contrat Ville-porteur et le contrat Ville-banque sont deux choses totalement différentes, et ce ne fut pas inspiration très heureuse de ne pas les avoir dissociés. On est arrivé à cette curiosité juridique de faire varier la qualité du banquier qui cherche à exécuter les ordres de sa clientèle selon le procédé qu'il emploie pour avoir du titre. Ainsi, et c'était le cas de certains des clients de la S. C. B. P., ayant reçu des ordres de ses clients, un banquier agréé s'adresse à la Ville : s'il ne peut obtenir la totalité de ce qu'il demande, il s'adressera ensuite à la S. C. B. P. Dans le second cas, selon le jugement, le banquier est souscripteur, la S. C. B. P. étant le mandataire de la Ville ; au premier cas, il faut distinguer deux hypothèses : si le banquier a payé comptant, il a reçu un certificat de souscription et aucun lien ne l'attache ni ne l'a attaché à la Ville : à aucun moment, il n'est mandataire de la Ville. Il est au contraire exclusivement mandataire des clients, si le banquier désire profiter des délais de paiement offerts par la Ville aux banquiers

bloqué. Le Tribunal qui admet la thèse du mandat a tout de même senti la nécessité d'une protection de fonds qui, s'ils ne sont pas fonds publics au sens propre, appartiennent à une collectivité publique.

qu'elle agréée, alors le Tribunal lui reconnaît la qualité de mandataire de la Ville et ignore le mandat donné par le client au banquier.

On peut prendre plaisir à compliquer encore le cas, et se demander quel aurait pu être le sort du client de telle de ces banques agréée qui aurait fait faillite (au lieu et place de la S. C. B. P.) après avoir obtenu du titre à la fois comme banque agréée par la Ville, et comme client de la S. C. B. P. Le jugement aurait-il abouti à une sentence différente selon que le titre était ou n'était pas compris dans l'attribution ferme que la banque aurait eu mandat de faire souscrire ? On perçoit l'erreur qui a été commise par le Tribunal, et qui est d'avoir ramené à toute force à un contrat type de droit civil un contrat qui est d'une autre nature, afin d'appliquer dans toute leur rigueur des textes de droit privé ainsi qu'il appartient aux magistrats de l'ordre judiciaire, sans qu'il leur soit possible de percevoir au delà du raisonnement juridique, la réalité administrative.

En conséquence, il est fort probable que si le procès se fût déroulé devant le Conseil d'État, la solution en eût été différente puisque le juge administratif peut statuer en équité. On ne peut manquer alors de relever avec quelque humour qu'en définitive l'issue de ce procès important a dépendu du seul caprice des demandeurs : ceux-ci avaient en effet tout loisir d'engager un contentieux administratif et d'introduire leur requête en Conseil d'État ¹ après avoir obtenu de la Ville un refus exprès ou tacite. La Ville aurait pu également élever le conflit : son crédit étant en jeu, elle a préféré, non sans élégance — mais non sans débat intérieur — suivre les plaideurs sur le terrain juridique qu'ils avaient

1. Nous sommes en 1932 : aujourd'hui le Conseil de Préfecture serait seul compétent en première instance.

choisi, et où ils s'étaient préparés assez longtemps à l'avance puisque avant d'engager l'instance ils avaient obtenu de M. le professeur Percerou une consultation sur la nature juridique du contrat Ville-S. C. B. P. En sorte que le très savant professeur fit prendre au procès un faux départ. Cependant le Tribunal eût été sage de se rappeler que l'interprétation d'un contrat administratif dépend de la seule juridiction du Conseil d'État, et il eût dû tout au moins surseoir à statuer, s'il jugeait ne pas devoir décliner sa compétence — car nous montrerons que ce contrat Ville-Banque n'est certainement pas un contrat de droit civil. Avant de revenir à l'analyse de la nature de ce contrat, nous allons en terminer avec ce qui fut le procès de la S. C. B. P. : la nature des relations de la Ville et des souscripteurs.

Nous considérons comme définitivement admis le caractère administratif du contrat d'emprunt public d'État. Les arguments que M. le Professeur Jèze a développés sur ce sujet, notamment dans son ouvrage sur les Contrats administratifs nous apparaissent décisifs ; ils peuvent être résumés ainsi ¹ :

1° Le contrat est relatif au fonctionnement d'un service public ;

2° Il est placé sous un régime juridique spécial : notamment les règles touchant l'insaisissabilité, l'immunité fiscale, le fait que le taux de l'intérêt n'est pas assujetti aux lois contre l'usure, l'impossibilité de faire opposition.

M. le professeur Jèze précise d'ailleurs que le régime « de droit public existe pour tout ce qui concerne le rapport de l'État emprunteur et des prêteurs, sans qu'il y

1. *Contrats administratifs*, p. 132.

« ait à distinguer suivant la durée du prêt, ni suivant la « qualité du prêteur... La négociation de gré à gré, l'adjudication aux banquiers, les conventions d'avances de la « Banque de France sont à coup sûr des contrats administratifs », et l'éminent professeur appuie sa doctrine sur des arrêts du Conseil d'État.

S'agissant des emprunts des collectivités locales, il écrit bien qu'aucune raison n'existe pour leur attribuer le caractère de contrat administratif, car si la première condition est réalisée, elle n'est pas suffisante : ces contrats passés pour le fonctionnement d'un service public ne sont pas soumis à un régime juridique spécial. En effet, les règles de l'insaisissabilité, de l'immunité fiscale, ainsi que d'autres avantages ne sont pas attachés à ces emprunts. Mais nous avons noté que la seule raison en est que l'État se réserve ces droits régaliens et veut maintenir sur un même pied d'égalité — mais secondaire par rapport au sien — toutes les collectivités locales : cela nous paraît enlever une certaine force aux arguments de M. Jèze. Bien plus, l'État n'a-t-il pas interdit aux communes de prendre à leur charge l'impôt de transmission, pour des raisons de pure opportunité ? Nous pourrions encore noter que ces collectivités ne sont pas assujetties à la loi sur l'usure, si des faits nouveaux n'étaient intervenus depuis ces toutes dernières années, qui permettent de rouvrir les débats. Ces faits ce sont de nouveaux textes ayant force de loi qui nous paraissent devoir mener à son terme une évolution amorcée par la jurisprudence du Conseil d'État. Rappelons en peu de mots que pendant longtemps les actes des collectivités locales ressortirent du domaine des tribunaux judiciaires, quand une série d'arrêts rendus de 1903 à 1925, émanant tant du Conseil d'État, du Tribunal des Conflits, que finalement de la

Cour de Cassation elle-même, ont institué l'unité de juridiction pour les actes de l'Administration — qu'il s'agisse de l'État ou des collectivités locales. Toutefois quelques différences de détail subsistaient encore et par exemple les dettes de ces collectivités n'étaient pas assujetties à la déchéance quinquennale (quadriennale depuis juillet 1934) mais à la prescription trentenaire de droit civil. Or, un décret-loi du 31 octobre 1935 est venu, sur ce point, unifier le régime juridique ; il est précédé d'un rapport au Président de la République duquel nous extrayons cette phrase d'une portée générale : « Cette lacune s'explique « par des raisons historiques qui ne sont plus valables « aujourd'hui. Aucun motif ne s'oppose donc plus à ce que « les collectivités locales bénéficient *enfin*, elles aussi, de la « déchéance quadriennale » (*J. O.*, 31 octobre 1935, p. 10497). L'Exécutif constate donc que si des différences de réglementation existent encore entre le régime des actes de l'État et celui des actes des autres collectivités ce n'est, au moins dans certains cas, « que par des raisons historiques « qui ne sont plus valables aujourd'hui ». Il manifeste ainsi le désir de faire « enfin » disparaître les différences désuètes qui peuvent encore subsister. Pourquoi donc les contrats d'emprunt des Villes et Départements ne seraient-ils pas de caractère administratif ? Nous n'y voyons que des « raisons historiques non valables aujourd'hui », et nous ne voyons pas ce qui s'opposerait à l'unification sur ce point, unification qui est conforme à la fois à la volonté de l'Exécutif et à la tendance de la Jurisprudence du Conseil d'État.

En conséquence, le procès Ville-Clients S. C. B. P. eût dû venir devant la juridiction administrative : nous n'avons pas à rechercher dans quel sens le Conseil d'État aurait pu se prononcer. Pareille prétention serait fort osée, et en

outre, ces développements n'ont pas leur place dans cette étude. On peut admettre que le Conseil d'État aurait peut-être été, lui aussi, amené à évoquer le contrat Ville-Banque qu'il nous reste à analyser.

Pour nous, cette convention nous apparaît être toute particulière : si elle n'est certainement pas de droit privé, elle ne ressort pas forcément du droit administratif.

Le premier point ne paraît pas contestable. La collaboration des Banques et de la Ville a pour objet l'exécution d'un service public. Il s'agit de faire affluer des fonds dans une caisse publique : on ne peut soutenir qu'une telle opération est de droit public, si les fonds sont recueillis par des caisses publiques (Trésoreries Générales), de droit privé, s'ils viennent par une caisse privée ; d'autre part, l'un des mécanismes employés rappelle le procédé administratif de l'adjudication. Ainsi que nous l'avons montré lors de l'étude de la souscription, une sorte de concurrence est instituée entre les banques, et la part de l'emprunt réservé aux diverses banques agréées varie notamment selon le montant de la ristourne demandée. Nous avons vu également que la Ville se réserve le droit de minorer le montant de la dernière option des Correspondants financiers, droit qu'elle ne manquerait pas d'exercer si les autres banques parvenaient à placer dans de meilleures conditions que les Correspondants eux-mêmes, et qui a été effectivement appliqué.

Enfin, et c'est l'argument déterminant, les manquements aux obligations des banques sont sanctionnés selon le procédé administratif. Il n'est prévu, en effet, aucune clause pénale dans la lettre adressée aux Correspondants financiers au cas d'inexécution des versements aux dates fixées. Or, nous avons vu la S. C. B. P. obtenir un délai pour son premier versement contre le paiement d'intérêts mora-

toires, alors qu'en droit privé le silence des parties eût dû être interprété comme exprimant leur volonté d'absence de sanction. Bien mieux : la Préfecture a informé la S. C. B. P. qu'au cas où elle n'effectuerait pas de versement (le deuxième) à une date limite, elle se verrait dans l'obligation de reprendre la libre disposition des titres. N'y a-t-il pas là un acte exorbitant du droit commun, et la manifestation très nette de la volonté d'assimiler le contrat à un contrat administratif, par application de la sanction normale de substitution de l'Administration à l'entrepreneur (ou fournisseur défaillant).

Comment se fait-il alors que l'Administration revenant en quelque sorte sur ses réflexes — nous avons recueilli dans les premières notes officieuses, le terme plusieurs fois répété de « contrat sui generis » s'opposant au « mandat » — ait consenti à plaider au civil ? Nous avons expliqué sa conduite en constatant qu'elle avait profité des visites des petits banquiers clients de la S. C. B. P. pour leur réserver les titres que la S. C. B. P. ne paierait pas — sorte de réadjudication aux frais et risques du défaillant — mais que la consultation donnée par M. le Professeur Percerou lui avait fait rapidement perdre l'initiative des opérations et que cette consultation de M. Percerou, qui est à l'origine d'une confusion de cause, fut déterminante pour la suite de l'affaire.

De toutes façons, il apparaît dès maintenant, qu'il s'agisse d'un procès Ville-Souscripteur, ou d'un procès Ville-Banque, la juridiction civile se devait de décliner sa compétence.

Mais si ce contrat n'est certainement pas un contrat de droit civil, il n'est pas forcément non plus un contrat administratif.

Certes, au cours de cette analyse nous avons rencontré

bien des caractères qui, en opposant ce contrat aux règles normales de droit civil, semblaient le rapprocher du contrat administratif puisque, en l'état actuel du Droit, on ne perçoit rien en dehors de la dualité de juridiction. Mais il convient maintenant de poursuivre l'analyse du point de vue du droit public. Nous avons déjà noté des nuances diverses : il s'agit sans conteste d'un contrat passé en vue de l'exécution d'un service public, les procédés mis en œuvre *rappellent* l'adjudication mais — *ne sont pas* l'adjudication. Voici qui est plus typique : lorsque l'administration passe un marché de travaux publics, un marché de fourniture, ou désigne un concessionnaire, il est normal de faire souscrire par l'entrepreneur l'engagement de coopérer personnellement à l'affaire : le fournisseur ne peut pas soustraire sans l'autorisation de l'Administration. Or ici, rien de pareil : la banque agréée ne prend pas l'engagement de procéder personnellement au placement de l'emprunt, elle n'est pas chargée de faire souscrire : elle peut céder des titres à une autre banque sans aviser l'Administration. Nous voici donc en présence de clauses exorbitantes du droit commun administratif, ce qui nous conduit à conclure que si ce contrat n'est pas de droit civil, il n'est pas davantage un contrat administratif.

Il conviendrait certes de mieux étayer cette démonstration ; le cadre de cette conclusion ne le permet guère. Toutefois, nous allons donner encore une indication rapide. Le droit administratif s'est développé pour régulariser la situation réciproque de l'État — disons maintenant des collectivités publiques — et des particuliers dans la mesure où ces particuliers sont en quelque façon assujettis à la puissance publique. Or rien de pareil dans la situation qui nous occupe ; les Banques ainsi que nous venons de le mon-

trer, ne sont pas assujetties à la Ville pour le placement de l'emprunt — non plus d'ailleurs que les Correspondants financiers ne lui sont assujettis pour le service des emprunts. Il y a et il doit y avoir collaboration à l'exécution d'un service public, et collaboration intime, profonde, impliquant l'égalité devant le service public à rendre.

Et, par suite, s'il s'élevait un litige entre la Ville et les de Banques, nous n'aurions pas dans l'organisation actuelle de règle de droit qui permette de le trancher ; nous ne disposerions pas de juge de droit commun chargé de dire ce droit inexistant.

Jusqu'à ces dernières années, une telle conclusion eût pu être taxée de monstruosité juridique et l'on se serait tout au plus contenté d'admettre prudemment que le contrat étudié est un contrat *sui generis*, parmi les contrats administratifs. Mais si l'on jette un regard sur l'évolution économique sociale actuelle on ne peut que constater le nombre croissant de cas particuliers qui admettent des solutions exorbitantes du droit commun. Ainsi nous avons vu des banques mises en liquidation judiciaire, puis en faillite, et pour lesquelles on a écarté le mécanisme de la faillite. Par un procédé quelconque, sur l'intervention soit d'autres banques, soit le plus souvent de l'État, elles ont été « renflouées ». Et la raison invoquée est que la défaillance d'une grande banque pouvant avoir des conséquences désastreuses pour tout le système bancaire du pays, et par suite sur le crédit public national et même international, il est *d'intérêt général* d'éviter une crise bancaire généralisée. Des exemples analogues peuvent être cités dans l'industrie, où l'on a écarté l'application des textes de droit commercial en faveur d'entreprises *d'intérêt général*. Toute une polé-

mique s'est d'ailleurs instituée sur des « renflouements » qui ont paru être une faveur accordée à des Sociétés défailtantes : ne faut-il pas voir, par la répétition même de ces faits, l'avènement d'un usage nouveau et d'une procédure nouvelle annonciateurs d'un droit nouveau ? D'ailleurs dans les divers règlements intervenus — on ne peut pas dire « concordat » lorsque l'État assume partie des charges nécessaires à la reprise de l'affaire, à moins de parler de « concordat para-administratif », et un tel terme ne renforce-t-il pas notre thèse ? — il n'est pas impossible que l'on retrouve l'application de règles identiques et ces règles constitueraient alors des normes du « droit d'intérêt général ».

D'ailleurs, en élargissant le débat, on peut facilement concevoir la nécessité d'une réglementation propre de l'intérêt général. Nous disposons actuellement de deux ordres de juridictions correspondant, dans l'ensemble, à la distinction du droit privé et du droit administratif. Est-il évident que tous les conflits peuvent être répartis entre ces deux ordres de juridictions ? La logique va confirmer ce que notre cas d'espèce vient de signaler.

Le droit privé — civil ou commercial — a pour objet de régler les rapports entre particuliers : par sa nature même ce lien de droit est assez ténu, soit que les parties en présence soient de faible puissance (particuliers ou Sociétés et Associations de la dimension de l'individu) soit que l'intérêt en jeu soit aussi assez faible, c'est-à-dire comparable aux intérêts qu'un homme moyen peut posséder. En conséquence la procédure civile, dont le but est de bien déterminer le litige, ainsi que le droit qui doit le trancher sont des mécanismes d'extrême précision — de même que par analogie une pesée délicate est faite avec une balance très

précise exigeant des précautions infinies de manipulation. La technique du droit privé admet donc une certaine lenteur d'instruction et une certaine rigueur d'application des textes et par là rappelle assez la « *litis contestatio* ».

A cette technique ne pouvait se soumettre l'Administration publique qui a la charge d'assurer sans interruption le fonctionnement des services publics.

Elle ne pouvait laisser planer une certaine hésitation sur la régularité de l'action administrative pendant que se déroulerait l'instruction d'un litige né à l'occasion du fonctionnement des services publics, elle ne pouvait accepter l'application littérale de textes s'appliquant normalement à des intérêts particuliers mais inaptes à trancher des difficultés où l'intérêt général de bonne administration est en jeu. Cette inaptitude innée du droit privé à normaliser les rapports de l'Administration et des particuliers explique le développement de la juridiction administrative, malgré tous les obstacles qui s'y sont opposés au cours du XIX^e siècle. Il ne s'agissait pas pour l'Administration de fuir la justice, selon l'expression sévère de M. le Professeur Jacquelin, mais de venir devant un juge disposant d'un outillage approprié à la besogne à accomplir : le juge administratif n'applique pas à la lettre les textes du Code civil, mais il fait l'application des principes directeurs qui sont à l'origine de ces textes — ce que l'on exprime de façon différente en disant que le Conseil d'État statue en équité.

Et pourquoi refuser un juge équitable aux Administrations privées, gestionnaires de fait d'intérêts généraux dont l'action ne peut ni ne doit s'accommoder de lenteurs de procédure ni d'une soumission à des textes trop précis ? L'exemple du Droit administratif ne montre-t-il pas — de même qu'il est nécessaire d'avoir une balance appropriée à

la force à mesurer — combien il est nécessaire d'adapter en quelque sorte la règle de droit à la puissance des intérêts qu'elle prétend régenter. Cette nécessité ne s'est pas trop fait sentir tant que la société civile a été à peu près celle du début du XIX^e siècle, elle est devenue impérieuse, aujourd'hui où les modifications de la structure sociale sont si profondes qu'il semble que les rapports entre particuliers ne sont pas les plus fréquents — ne sont plus de droit commun. La Société moderne est une société de groupements : il semble que l'individu ne puisse plus se manifester qu'en se fondant dans une masse, en apportant son activité professionnelle ou économique à un syndicat ou à une société anonyme — lesquels syndicats et sociétés anonymes se fusionnent à leur tour en des fédérations ou unions de syndicats — en des ententes industrielles, cartels ou trusts puissants. Ces groupements ainsi constitués, de par leur puissance, ont pris un caractère d'intérêt général : actuellement on constate que de leur harmonie ou de leur désaccord dépend la prospérité et même l'union de la Nation.

Or, de quoi disposons-nous pour régler ces conflits ? On ne saurait faire appel ni au droit privé ni au droit administratif : ces techniques, malgré leur opposition, ont des points communs : elles supposent un litige, où l'une des parties est un particulier (ou d'importance égale) et elles tendent au prononcé d'une sanction. Or ici, il s'agit non de *litiges*, mais de *conflits* opposant des *intérêts généraux* et qui ne peuvent ni ne doivent dégénérer en litiges sous peine d'entraîner la Nation vers une anarchie certaine. En conséquence, il ne s'agit pas de sanctionner une défaillance, mais de concilier, d'arbitrer ces intérêts généraux au moyen de concessions et de sacrifices le plus souvent mutuels.

Or, c'est une technique de sacrifices mutuels qui s'ap-

plique lors du renflouement des entreprises bancaires ou industrielles ; c'est une technique nouvelle qui s'élabore actuellement pour le monde du travail — et c'est en cette matière que le processus est le plus typique puisqu'on part des articles 1780 et 1781 du Code civil pour arriver par autant d'étapes successives aux conventions collectives, aux « accords Matignon » et au « Statut moderne du Travail ».

On peut encore noter des manifestations d'intérêt général en d'autres domaines et sous des formes diverses. Les sociétés d'économie mixte relèvent de cette technique : contrôlées par la puissance publique, elles ne sont pas des organes publics ; elles ne sont plus des organismes privés, puisqu'elles ont été conçues précisément pour placer l'entreprise en dehors du domaine du droit privé.

En législation également, bien des dispositions ont été prises en invoquant l'intérêt général. Mais ici, il convient de prévenir une équivoque. L'intérêt général est toujours à l'origine d'une disposition nouvelle, mais le droit nouveau ne ressort pas forcément de cette technique que nous avons appelée d'intérêt général. Ainsi dernièrement, l'État a senti la nécessité de former lui-même une élite de fonctionnaires spécialement préparés à l'étude des problèmes généraux de l'Administration : on a créé l'École d'Administration à laquelle on semble devoir assigner un rôle analogue à celui de l'École Polytechnique ; lorsque la charte de cette École sera établie par les règlements d'administration publique, toutes ces dispositions feront partie intégrante du Droit Administratif et auront leur place au chapitre de l'Enseignement. Par contre, toutes les lois exceptionnelles telles que les textes instituant des prélèvements sur les dépenses publiques, les lois sur les prix des loyers, la loi organisant des concours spéciaux pour l'entrée dans l'Ad-

ministration des victimes de la guerre et de façon générale la plupart des lois de circonstance restent des dispositions d'intérêt général en ce qu'elles constituent des dérogations — limitées à la fois dans le temps et dans le domaine d'application — aux dispositions d'un droit commun (le droit civil, le statut des fonctionnaires, la fixation des prix selon l'offre et la demande, etc...) Tantôt ces dispositions sont provisoirement mises en veilleuse, tantôt elles coexistent avec la disposition nouvelle : on recrute des fonctionnaires à la fois parmi les victimes de la guerre et par la voie des concours normaux.

Mais si cette technique nouvelle se manifeste sous la poussée des événements en diverses matières, elle ne fait pas l'objet d'une construction générale ayant ses principes et ses lois. Il conviendrait qu'une doctrine s'élabore et peut-être aussi qu'un organisme assume ultérieurement l'unité de direction de ce travail continu d'élaboration de même que le Conseil d'État assume l'unité de la jurisprudence administrative. Cet organisme pourrait être le Conseil National Économique dont de nouvelles méthodes de recrutement devraient faire un Conseil des Intérêts Généraux de la Nation ayant à la fois un rôle de Conseil de Gouvernement et un rôle extra-judiciaire d'arbitre des intérêts généraux. Cette mission pourrait être aussi confiée à des hommes dont la connaissance des différentes techniques privées et publiques, de l'économie sociale et politique leur permettrait de jouer un rôle apparenté à celui de l'Inspection générale des Finances, et de dégager les normes de la technique nouvelle.

D'ailleurs quel que soit l'organisme chargé de cette coordination, il en résulterait sans aucun doute une meilleure appréciation de l'intérêt général, plus sûre, plus intellec-

tuelle, plus morale aussi — moins arbitraire et moins matérielle. Le but de son action devrait être de transporter dans ce domaine les sentiments et les qualités qui marquent l'Administration française et qui ont fait sa réputation dans le monde.

VU :

Le Doyen,

EDGARD ALLIX.

VU :

Le Président de la thèse,

EDGARD ALLIX.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

G. ROUSSY.

BIBLIOGRAPHIE

I. — OUVRAGES GÉNÉRAUX

ALLIX. — *Traité élémentaire de Science des Finances.*

JÈZE. — *Technique du Crédit public.*

— *Traité de Droit administratif.*

— *Les contrats administratifs.*

WAGNER. — *Traité de la Science des Finances. Crédit public.*

II. — OUVRAGES SPÉCIAUX

BARRIOL. — *Théorie et Pratique des opérations financières.*

BAUDIN (Louis). — *Le Crédit.*

CADOUX. — *Les Finances de la Ville de Paris.*

COURCELLE-SENEUIL. — *Traité des opérations de banque.*

JULLIOT. — *Traité formulaire des titres nominatifs.*

LABEYRIE. — *Théorie et histoire des conversions de rente.*

CHAPPELLE (G. DE LA). — *Le Crédit public.*

LEBEAU. — *La Banque de France.*

LEJEUNE. — *Traité des opérations de bourse et de banque.*

FRANÇOIS-MARSAL. — *Encyclopédie de bourse et de banque.*

III. — THÈSES

LEVY (Auguste). — *Les emprunts de la Ville de Paris*, Paris, 1899.

TRINQUAT (Maurice). — *De l'amortissement des emprunts d'Etat*, Toulouse, 1895, Paris 1901.

DELAMOTTE. — *Etude critique des différents modes d'émission des emprunts de l'Etat français*, Paris, 1901.

VAUCHAUSSADE DE CHAUMONT. — *Evolution des divers modes d'émissions d'emprunt*, Paris, 1906.

DUFLOT. — *Procédés d'émission suivis dans les emprunts d'Etat les plus récents*, Paris, 1908.

KONSTANTINOFF. — *Système d'émission des emprunts publics*, Toulouse, 1910.

BABÉ. — *Technique des emprunts de guerre*, Paris, 1925.

SAUNIER (J.). — *Collaboration des banques et du Trésor*, Paris, 1934.

IV. — REVUES

Revue politique et parlementaire.

Revue d'Economie politique.

Revue de science et de législation financière.

Droit social.

V. — DOCUMENTS

Règlement de Comptabilité de la Ville de Paris.

Documents Parlementaires.

Documents et actes administratifs divers.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages.
INTRODUCTION.	1
Différentes modalités de réalisation des emprunts	3
Le cadre légal	11

PREMIÈRE PARTIE

PRÉPARATION DE L'ÉMISSION

CHAPITRE PREMIER. — Les problèmes administratifs.	15
<i>Section I.</i> — Le problème moral : le crédit public	16
<i>Section II.</i> — Le problème budgétaire. Service et amortissement de l'emprunt.	22
<i>Section III.</i> — Le problème de rendement.	39
<i>Section IV.</i> — Le problème de Trésorerie	43
CHAPITRE II. — La préparation technique.	52
<i>Section I.</i> — Le type du titre. Les caractéristiques.	55
I. Étude analytique	56
Prix d'émission.	57
Lots	64
Immunités fiscales	72
Garanties	74
Montant de l'obligation	76
Organisation des tirages.	81
II. Synthèse : étude d'un projet d'emprunt	87
<i>Section II.</i> — Le marché financier. La spéculation	91
<i>Section III.</i> — Les organes émetteurs.	100
I. Guichets publics	100
II. Guichets privés	105
<i>Section IV.</i> — Fixation de la date d'ouverture.	112

DEUXIÈME PARTIE

LA SOUSCRIPTION

CHAPITRE PREMIER. — Les premières mesures d'exécution . . .	114
<i>Section I.</i> — Saisie des intermédiaires	116
<i>Section II.</i> — La publicité	118
CHAPITRE II. — La souscription	120
<i>Section I.</i> — Organisation des bureaux	120
<i>Section II.</i> — Étude théorique de la souscription	123
<i>Section III.</i> — Le mécanisme des émissions anciennes . . .	125
<i>Section IV.</i> — Le mécanisme actuel	132
I. Trésoreries générales	133
II. Les Banques	134
CHAPITRE III. — Règlement de l'opération	141

TROISIÈME PARTIE

OPÉRATIONS POSTÉRIEURES A LA SOUSCRIPTION

CHAPITRE PREMIER. — Délivrance des titres	149
<i>Section I.</i> — Opérations préliminaires	150
<i>Section II.</i> — Echange des titres contre les certificats. Le problème du maintien du titre mixte	155
CHAPITRE II. — Le Service de l'emprunt	164
<i>Section I.</i> — Mode de paiement des coupons. Les Correspondants financiers	164
<i>Section II.</i> — Obligations réciproques de la Ville de Paris et de ses Correspondants financiers	174
<i>Section III.</i> — Le contrôle des Correspondants financiers . .	177
CHAPITRE III. — La lutte contre la fraude	181
<i>Section I.</i> — Les mesures préventives	181
<i>Section II.</i> — L'émargement des coupons	184
CONCLUSION. — Nature juridique du concours des banques .	189
BIBLIOGRAPHIE	213

IMPRIMERIE
CH. HÉRISSEY
:: ÉVREUX ::